



УНИВЕРЗИТЕТ „ГОЦЕ ДЕЛЧЕВ“ – ШТИП
ПРАВЕН ФАКУЛТЕТ- ШТИП
Правосудна насока

Соња Гарванска-Гоцева

„Преземање на акционерските друштва со посебен осврт на мерките за одбрана од непријателско преземање“

-МАГИСТЕРСКИ ТРУД-

Ноември, 2015 г.
Штип

Преземање на акционерските друштва со посебен осврт на мерките за одбрана од непријателско преземање

Краток извадок:

Развојот на корпоративната контрола на пазарот, како основа за натпревар меѓу тимовите на менаџери за управување со корпоративните ресурси, го надмина традиционалниот однос меѓу акционерите, менаџерите и останатите носители на акции-стејкхолдери(*stjkhloderi*). Опортунистичкото и неефикасно работење на менаџментот, благодарение на корпоративната контрола на пазарот, се надмина со преземањето на друштвата. Колку е поголема границата меѓу вистинските и потенцијални резултати во едно друштво, стекнувачот ќе упатува сериозен напад, а пак тоа ќе ги натера менаџерите на целното друштво се повеќе да ја максимизираат вредноста на друштвото, плашејќи се дека со преземањето ќе бидат сменети. Тоа ги поттикнува менаџерите да користат дефанзивни стратегии за заштита од пазарната корпоративна контрола. Во Република Македонија, без разлика на правната рамка за институтот преземање, останува констатацијата дека преземањето на друштвата е врзано за друштва со странски капитал. Најголемиот дел мерки за непријателско преземање се спротивни на добрите деловни обичаи во смисла на статутарно трговско право. Неукоста, а и желбата за заштита на сопственичките интереси во акционерската капитална структура, придонесува кон имплементирањето клаузули кои значат максимална протекција на позицијата на бордот на директори и нарушување на основното граѓанско право на сопственост, кое во рамките на корпоративното управување значи право на држење, користење и располагање со предметот (*jus utendi, fruendi, abutendi*).

Клучни зборови: компании, стратегија, преземање, сопственост, корпоративна контрола

Takeover of company shares with emphasis on defensive measures of hostile takeover

Abstrakt

The growth of corporate control on the market is used as a mean for competition between the managers for control of corporate resources, surpassed the traditional relationship between shareholders, managers and stakeholders. Opportunistic and inefficient work of the managers thanks to the corporate control of the market was surpassed with the takeover of the companies. As large as the border is between real and potential results in the company, the hostile company will seriously attack and the managers will try to maximize the value of the host company afraid that after the takeover they will be fired. This makes the managers use defensive strategies for protection from capital corporate control.

In Republic of Macedonia with the legal framework for takeovers, all the cases are companies with foreign capital. All the measures used for hostile takeover are contradictory to the usual businesslike way. The will to protect your own capital in the company leads to implementation of clauses that mean maximum protection for the board of directors and infringement of the civil right to ownership.

Key Words: company, strategy, takeovers, ownership, corporate control

СОДРЖИНА

| | |
|--|----|
| ВОВЕД..... | 7 |
| Методологија на истражување..... | 14 |
| Систем на излагање..... | 15 |
| Хипотетска рамка на истражувањето..... | 18 |
| ПРВА ГЛАВА..... | 21 |
| 1. ОСНОВНИ ПОИМИ КАЈ ПРЕЗЕМАЊЕТО НА АКЦИОНЕРСКИТЕ ДРУШТВА | 21 |
| 1.Поим и видови на акционерски друштва..... | 21 |
| 1.1.Поим на понуда и предмет на откуп кај акционерските друштва..... | 32 |
| 1.2.Понудувач и понуден во постапката за преземање на акционерските друштва..... | 39 |
| 1.3. Повлекување на понуда за преземање на акционерски друштва..... | 42 |
| ВТОРА ГЛАВА..... | 44 |
| ПОИМ И ВИДОВИ ПРЕЗЕМАЊЕ НА АКЦИОНЕРСКИ ДРУШТВА..... | 44 |
| 1. Поим на преземање на акционерските друштва..... | 44 |
| 2. Мотиви за преземање контрола над целното друштво..... | 56 |
| 2.1. Создавање на синергична добивка..... | 58 |
| 2.2. Желба за создавање на империја..... | 59 |
| 2.3. Промена на неефикасна управа..... | 62 |
| 2.4. Експлоатација на целното друштво..... | 63 |
| 2.5. Пазарна позиција и конкурентност..... | 64 |
| 3. Видови на преземање на акционерските друштва..... | 64 |
| 3.1.Пријателско преземање..... | 65 |

| | |
|--|-----|
| 3.2. Непријателско преземање | 67 |
| ТРЕТА ГЛАВА | 69 |
| НЕПРИЈАТЕЛСКО ПРЕЗЕМАЊЕ | 69 |
| 1. Поим на непријателско преземање | 69 |
| 2. Принципите на преземање на акционерските друштва | 71 |
| 2.1. Принцип на неутралност на управата на целното друштво | 71 |
| 2.2. Принцип на слободно одлучување на управата на целното друштво | 78 |
| ЧЕТВРТА ГЛАВА | 85 |
| МЕРКИ НА ОДБРАНА ОД НЕПРИЈАТЕЛСКО ПРЕЗЕМАЊЕ | 85 |
| 1. Правна допуштеност на мерките од непријателско преземање | 85 |
| 1.1. Законска допуштеност | 86 |
| 1.2. Статутарна допуштеност | 88 |
| 2. Правните последици од преземањето на недопуштени мерки на одбрана | 90 |
| 2.3. Одговорноста на членовите на одборот на директори во имплементирањето на мерките од непријателско преземање | 103 |
| 3. Видови мерки на одбрана од непријателско преземање | 104 |
| 3.1. Мерки на одбрана во поширока и во потесна смисла | 104 |
| 3.1.1. Златен падобран | 109 |
| 3.1.2. Отровни пилули | 112 |
| 3.1.3. Зголемување на основниот капитал на АД со емисија на одобрени акции | 115 |
| 3.1.4. Пронаоѓање бел витез-конкурентски понудувач | 118 |
| 3.1.5. Исплата на меѓудивиденда (interim dividends) | 119 |
| 3.2. Мерки кои го оневозможуваат преземањето | 120 |
| 3.2.1. Заемно капитално – учество | 120 |
| 3.2.2. Стекнување сопствени акции | 121 |
| ЗАКЛУЧОК | 122 |

ВОВЕД

Преземањето на трговските друштва претставува една од најкомплексните истовремено и најатрактивни теми за истражување на полето на статусното трговско право. Попрецизно, преземањето на трговските друштва е корпоративно-правна проблематика којашто опфаќа статусни прашања на трговските друштва. Во глобални рамки, преземањето на трговските друштва има третман на посебна *sui generis* концепција за капиталните трговски друштва, и отстапува од правниот режим на статусните промени како (концепциски) дијаметрално спротивна проблематика во сферата на компаниското право. Ваквата концепција е длабоко инкорпорирана како во теоријата, така и во законските рамки и практика, на глобално ниво.

Глобалните рамки на поимање на преземањето на капиталните трговски друштва ги акцентираме на самиот почеток на овој труд, од причина што доволна беше само површна анализа на собраните материјали и селекција на истите, да констатираме дека прашањето за преземање на капиталните трговски друштва е во контекст на работење на мултинационалните компании, има светски карактер и вклучува меѓународни извори и практика за анализа и елаборација.

Во прилог на нашето гледиште за комплексноста на ова проблематика, стои фактот што во последните неколку децении направени се бројни истражувања на ова тема, опфатени се бројни и различни аспекти на нејзино истражување, а во теоријата сè уште постојат бројни незатворени прашања, истовремено деловната практика се соочува со бројни спорни дилеми и нерасчистени деловни односи.

Преземањето на трговските друштва е релативно регулирана проблематика, и тоа, како во националното, така и во меѓународното право. Ова фактичка состојба на полето на преземањето на трговските друштва имаше голема улога при одредувањето на темата на нашиот магистерски труд. Сепак, во прилог на изборот на ова тема се наоѓаат бројни други аргументи, коишто првенствено произлегуваат од бројните и различни спорови во светски рамки, коишто последната деценија ја зафатија и македонската корпоративна практика.

Експанзијата на прашања од статусно-правен карактер на трговските друштва, кои првенствено се однесуваат на преземањето, е условена од економската база во рамките на една национална економија. Тргувајќи токму од Македонската економска база на трговските друштва, се јави нашиот интерес прашањето за преземањето да го доведеме во врска со македонската деловна практика на преземање на трговските друштва. Во високо развиените економии, проучувањето на преземањето на трговските друштва, природно се наметнува потребата да се уредат бројните секојдневни трансакции коишто се плод на претходно настанатите преземања.

Во контекст на македонската деловна практика, на мислење сме дека истражувањето на ова проблематика е во вистински момент, од едноставна причина што се зголемува тенденција на преземање на трговските друштва во Република Македонија, а истата ќе оди во нагорна линија по основа на зголемени инвестиции, зголемување на искуството на македонските носители на деловни потфати, развој на нивниот имиџ, атрактивноста за проширување на бизнис-потфатите на заедничкиот европски пазар. Во поглед на последната констатација, не треба да се заборави фактот што Република Македонија има статус на кандидат за влез во Европската Унија, и дека токму стабилноста и врежувањето со останатите Европски трговски друштва во претстојниот период, ќе придонесе кон зголемувањето на преземањата на трговските друштва основани на територијата на Република Македонија. Во прилог на нагласување на мотивите да истражуваме на ова проблематика, стојат мерките од непријателско преземање на капиталните друштва, исклучително атрактивни во светската деловна практика, а минимално познати на македонската.

При одредувањето на предметот на нашата анализа, тргнавме од начинот, условите и постапката за преземање на акционерските друштва, правата и обврските на учесниците во постапката за преземање и надзорот над спроведување на постапката за преземање на акционерските друштва. Во анализата на овие прашања, како спорно ни се отвори прашањето за непријателското преземање на трговските друштва, со посебен акцент на мерките против непријателско преземање. Доведувајќи го последното прашање во врска со македонските трговски друштва, ја конструиравме и структурата на

овој труд, ги определивме методите во функција на истражувањето, ги поставивме потхипотезите и главната хипотеза. Во поставувањето на овие прашања, како нужно ни се наметна анализата на повеќе практични сегменти на ова проблематика. За таа цел, пристапивме кон анализа на одреден број основачки договори (статути) на трговски друштва основани во Република Македонија, и преку одредбите содржани во истите, си поставивме за цел да ја согледаме состојбата во Република Македонија на полето на одбранбениот механизам на капиталните друштва, во процесот на преземање.

Практичното истражување на ова проблематика е надградба во овој магистерски труд, поставено во интерес на образложување на теоретските сфаќања и законските решенија. Анализата на овој проблем бара проучување на неколку статусни прашања и тоа почнувајќи од компаниското управување, кое што има суштествена улога во економскиот раст и развојот на секој деловен субјект.¹ Во глобални рамки, корпоративното управување се перципира како стратегија за зголемување на профитот, имиџот и угледот на трговското друштво. Корпоративното управување претставува категорија на менаџирање на микро ниво. Во суштина, во правната теорија застапено е гледиштето дека менаџирањето со компаниите на теренот на правото го квалификуваме како корпоративно управување. Независно од теоретското разграничување, различното поимање на овие две категории, станува збор за единствен концепт на работење, што има правна и економска димензија во поглед на работење на трговските друштва. Овие два аспекта на работењето, се суштински и неизбежно поврзани меѓусебе. Токму од овие причини, многу често истражувањата во поглед на ова проблематика вклучуваат и економски аспекти. Во рамки на ова тема, корпоративното управување ќе биде предмет на анализа од правен аспект, како концепт што ќе придонесе кон во проучувањето на преземањето на трговските друштва/акционерските друштва, со особен акцент на мерките од непријателското преземање на трговските друштва.

Доброто корпоративно управување во голема мерка придонесува кон подобрување на економските перформанси на трговските друштва. Практиката

¹ Во поглед на влијанието на компаниското управување врз економскиот раст и развој на компаниите, истакнуваме дека станува збор за „доброто компаниско управување“, како услов за економски просперитет на друштвото.

покажува, а теоријата потврдува дека бројни се трговските друштва кои благодарейќи на доброто корпоративно управување, издржале големи финансиски кризи/колапси и го продолжиле својот деловен потфат. Корпоративното управување, во суштина, е стратегија на менаџирање којашто го води друштвото кон финансиски бенефит или загуба зависно од соодветноста/успешноста на управувачкиот корпус на друштвото.

Последните неколку децении, светскиот бизнис е во рацете на неколку деловни субјекти/трговски друштва кои се повеќе преку концентрацијата на капиталот и ширењето на својот бизнис го владеат светот. Тие се повеќе го зголемуваат своето учество во бруто светскиот производ. Сето ова придонесе кон создавање на тренд на истиснување на помалите компании од светскиот пазар и освојување на економијата од страна на неколку деловни субјекти. Како резултат на ова, се создадоа бројни гиганти на трговски друштва кои се во позиција да понудат откуп на акциите на која било средна или мала компанија која работи на пазарот. Во ситуација кога одредено трговско друштво ќе покаже економски просперитет на краток рок, поголемите трговски друштва преземаат мерки за иницијално сузбивање на конкуренцијата, или мерки за преземање, откуп на акциите и стекнувања на сопственост на капиталот на друштвото.

Како резултат на овој процес, постепено и компаниите од средна големина почнаа да стануваат плен на поголемите/помоќните трговски друштва. На овој економски процес, неминовно се надоврза преземањето на компаниите како правна категорија, со нужни правни импликации во делот на структурирањето на менаџментот. Токму ова, и неколку други фактори, придонесоа кон реализирање на бројни преземања на трговските друштва од исти и различни сектори. Во светски рамки, секојдневно, се реализираат голем број преземања од страна на неколку деловни субјекти. Ова, исто така, укажува на тенденцијата на создавање на големи светски гиганти на компании во сферата на автомобилската, транспортната, медицинската индустрија, осигурителната индустрија и бројни други.

Преземањето само по себе може да биде бенефицијарно и небенефицијарно. Ваквиот квалификатив зависи од тоа за која структура/категија на субјекти во трговските друштва станува збор. Имено, во рамките на трговските друштва егзистираат три категории на субјекти со

хетерогени интереси/амбиции и цели и тоа: *вработени, менаџери и акционерска структура*. Секоја од овие категории на субјекти има различни интереси во трговското друштво и тоа: *првите по секоја цена настојуваа да издејствуваат повисока плата преку своите репрезенти* (претставници/синдикално организирање). Тие воопшто не размислуваат и се надвор од интересот на подобрувањето на економските параметри на компанијата. Втората категорија се менаџерскиот тим, управниот одбор и генералниот директор на кого му е доверено раководењето и организирањето на секојдневното работење на друштвото, согласност со законската регулатива во Република Македонија, интерните акти, како и договорот (т.н. „менаџерски договор“) што тој го потпишува со друштвото. Тој е непосредно одговорен пред органот на управување (одборот на директори или управниот и надзорниот одбор), како и пред акционерите на друштвото. Заради поефикасно и поефективно извршување на своите овластувања, менаџерскиот тим, може да назначи раководни лица (т.н. „менаџери“), кои имаат задача да учествуваат во секојдневното водење на работите на друштвото во согласност со одлуките, насоките и налозите на извршните директори, односно на управниот одбор. Така, во друштвото може да биде назначен менаџер/директор за продажба, менаџер/директор за маркетинг, финансов менаџер/директор, менаџер/директор за човечки ресурси итн. Тие имаат интерес за зголемување на економската моќ на трговското друштво, бидејќи со тоа би си ја зацврстиле својата позиција/статус во рамките на друштвото и би издејствувале поголеми менаџерски хонорари. Сепак, практиката покажува дека интересот на менаџментот првенствено е на хонорарот. Интересите на друштвото како правно лице честопати се ставаат во втор план, за што се потврда и бројните тужби за загрозување на интересите на правното лице.

Третата категорија субјекти коишто ги тангира преземањето се акционерите. Својството на акционер во акционерското друштво е врзано исклучиво за стекнување и правото на располагање со акциите. Својата положба како членови на акционерското друштво ја стекнуваат врз основа на вложување во друштвото заради постигнување на заедничка цел, што се манифестира како остварување на добивка или делење на загубата преку трајно вршење на одредена дејност утврдена во Закон за трговските друштва

(„Службен весник на Република Македонија“ бр. 28/2004; 84/2005; 25/2007; 87/2008; 42/2010; 48/2010; 24/2011; 166/2012; 70/2013; 119/2013; 120/2013; 187/2013; 38/2014; 41/2014; 138/2014 и 88/2015), и националната класификација на дејности во секоја поединечна национална економија.²

Во постапката за преземање на една трговско друштво, членовите на одборот на директори/менаџментот имаат најмногу што да загубат.³ Се разбира, ова се однесува на случаите кога преземањето е квалификувано како непријателско. Тргувајќи од интересите на членовите на одборот на директори, во правната теорија и практика се креирани концептот на пријателско и непријателско преземање на акционерските друштва. Пријателското и непријателското преземање настануваат како резултат на амбицијата на управниот одбор, друштвото да биде преземено или да се спречи неговото преземање од страна на друштвото-понудувач за откуп на акциите. Имено, јасно е дека секое преземање на акциите од страна на одредено трговско друштво во рамки на друго, го носи ризикот, постоечката структура на менаџменти да биде променета, односно како членови на управниот одбор, генералниот директор итн., да се назначат нови лица кои ги поставува новиот сопственик на акционерскиот капитал/друштвото. Токму поради ова, постојните директори, пред да биде преземена една компанија, го третираат одреденото преземање како непријателско. Од друга страна, доколку тоа преземање е претходно договорно од нив, истото има третман на пријателско преземање/friendly takeover. Како резултат на потребата менаџментот да ја зачува својата позиција во друштвото, креирани се неколку мерки против непријателско преземање на акционерското друштво. Токму овие мерки претставуваат најексплоатираниот инструмент во деловната корпоративна практика. Многубројни се судските и арбитражни одлуки кои се однесуваат на оваа проблематика. Овој тренд посебно доминира во сферата на деловната практика на големите трговски друштва каде се создава посебен

² Националната класификација на Република Македонија ги содржи сите трговски дејности евидентирани на територијата на Република Македонија, <http://www.stat.gov.mk/KlasifikaciiNomenklaturi.aspx?id=2>, [пристапно на 22.08.2015].

³ Во поглед на објаснувањата на одредени термини што ги користиме уште на самиот почеток, истакнуваме дека истите ќе биде елаборирани во рамки на текстот, каде што конкретно ќе се елаборира поимот на истите. Ова е од причина што воведното излагање содржи мотиви и идеи за истражувањето, па на мислење сме дека на поимањето на тие термини, местото им е во главниот текст.

имиц со преземањето на пакет акционерски капитал во едно друштво.

На полето на работа на носители на средно ниво на водење бизнис, услови за анализа на овој концепт нема. Меѓутоа, земајќи го предвид процесот на создавање на мултинационални компании со голем капитал, јасен е интересот за ова проблематика и потребата да биде предмет на темелна анализа во рамките на еден магистерски труд. Економијата во Република Македонија, генерално, се базира на работата на малите и средни трговски друштва. Овие друштва многу лесно може да бидат предмет на преземање. ***Една од нашите претпоставки во форма на потхипотеза е дека основачките акти на овие друштва не содржат мерки за одбрана од непријателско преземање. Тие може да бидат лесен плен на преземање, меѓутоа, без посебно спротиставување на волјата на трето лице да го преземе основачкиот капитал.***

Како суштествено подрачје за анализа кое природно се наметува при проучувањето на ова проблематика се поставува прашањето за ***издржаноста/оправданоста на одредени „клаузули/мерки против непријателско преземање“ во статутите на трговските друштва. Основаноста и допуштеноста во однос на правниот поредок во Република Македонија. Попрецизно, колку имплементираниите мерки се во согласност со законот, статутот, деловната практика и останатите акти кои го уредуваат деловното работење на компанијата која ги имплементирала?***

Колку акционерите се свесни за таквите решенија?

Колку таквите мерки кореспондираат со интересите на друштвото или се исклучиво во интерес на директорите/членовите на управниот одбор како превентивен заштитен механизам на сопствените завидни позиции?

Преку анализа на одреден број основачки акти на друштва во Република Македонија, ќе се обидеме да одговориме на овие прашања. Во контекст на овие прашања ја поставивме и методолошката рамка, со цел да добиеме релевантни резултати и да ги потврдиме или да не ги потврдиме нашите потхипотези и хипотеза.

Методологија на истражување

Остварувањето на целта на ова истражување нужно е условено од употребата на соодветни научно истражувачки методи кои ќе нè упатат до очекуваните резултати. „Очекувани резултати“, не во смисла на точните податоци и претпоставки коишто ги презентиравме на почетокот на истражувањето, туку во смисла на (не)потврдување на потхипотезите и главната теза на истражувањето.

Имено, употребата на соодветни/подобни методи на истражување, игра клучна улога во постигнувањето на веродостојни резултати кои на истражувањето ќе му дадат поголема тежина, подлабока теоретска елаборација, и апликативна вредност од реализираното истражување. При поставувањето на целите на истражувањето предвидовме дека базично ќе се служиме со *аналитичко – дескриптивниот метод на анализа*. Експлоатацијата на овој инструмент произлегува од потребата да се согледа полноважноста на мерките против непријателското преземање, нивното постоење или непостоење, предностите и слабостите од нивното имплементирање на друштвата основани во Република Македонија, влијанието врз подобрување на корпоративното управување итн. При истражувањето се служевме со неколку методи кои ни користеа за извлекување на заклучоци преку примена на методот на индукција и дедукција, односно примена на општите ставови врз повеќе различни ситуации, и обратно, употреба на конкретно решение врз повеќе случаи, извлечено преку дедуктивниот метод на анализа.

Во делот на презентирање на фактичката состојба на полето на мерките од непријателско преземање, ќе се послужиме со квантитативен метод на презентирање на податоците. Нагласуваме дека тука не станува збор за употреба на економетриски методи, туку едноставно за презентација преку квантитативниот метод и презентирање на податоците. Во изготвување на магистарскиот труд ќе се проучат статутите на неколку национални трговски друшта во Република Македонија, вклучувајќи ги статутите како основачки акти на друштвата.

Методот на интервју и анкета целосно ги искористивме од истражувањето, од причина што сме на мислење дека истите нема да доведат до точни

податоци. Со оглед на тоа што станува збор за чувствителна тема во сферата на деловното право, на мислење бевме дека посоодветни методи за постигнување на веродостојни податоци би биле токму аналитичко-дескриптивниот метод на законските решенија и акти за основање на друштвото.

Систем на излагање

Во првата глава од магистерскиот труд ќе пристапиме кон анализа на поимот на акционерско друштво со краток осврт на настанувањето на акционерското друштво почнувајќи од времето на колонијализмот и индустриската револуција, преку развојот на модерните акционерски друштва, вклучувајќи го и настанувањето на акционерските друштва во РМ, како резултат на приватизацијата на општествениот капитал, односно трансформацијата на претпријатијата со општествен капитал.

Во зависност од некои критериуми, како што се висината на основната главнина, бројот на акционерите и бројот на акциите во посед на јавноста, особено во однос на обврските за обелоденување на податоци, во македонската легислатива се сретнуваат неколку видови акционерски друштва:

Акционерски друштва чии акции котираат на овластена берза. За овие друштва, обврските за обелоденување на податоци се пропишани со Правилата за котација на Македонска берза.

-Акционерски друштва со посебни обврски за известување (јавно поседувани друштва).

Обврските за обелоденување на податоците за овие акционерски друштва се пропишани со Законот за хартии од вредност и подзаконските акти кои произлегуваат од истиот.

-Останати акционерски друштва, согласно Законот за трговски друштва.

Понатаму ќе го дефинираме предметот на понудата за превземање и преносните хартии од вредност кои го сочинуваат гласачкиот капитал во целното друштво, како и учесниците во постапката за преземање на акционерското друштво и повлекување на понудата за превземање.

Во втората глава од магистерскиот труд ќе пристапиме кон анализа на

поимот преземање со осврт кон историскиот развој на правото за преземање во Европа, усвојување на Директивата на Европска унија за преземање на друштва и имплементацијата на Директивата во државите членки на ЕУ.

Понатаму ќе го анализираме преземањето во услови на корпоративното управување во акционерско друштво, како и основните начела врз основа на кои се темели преземањето на акционерските друштва. Во оваа глава ќе ја спомнеме целта на правното уредување на преземањето преку создавање правна рамка за преземање на акционерски друштва која ќе обезбеди транспарентност на постапката, информирање на акционерите и на другите заинтересирани субјекти и заштита на акционерите, особено малцинските во постапката на преземање.

За да ги сфатиме мерките на одбрана што ги презема целното друштво да се одбрани од преземање, ќе ги анализираме основните мотиви кои го поттикнале понудувачот да упати јавната понуда за преземање.

Во овој дел од магистерската теза ќе направиме темелна анализа на посебните видови на преземање со акцент на поединечните мерки од непријателско преземање.

Во третата глава ќе извршиме анализа на непријателското преземање, со утврдување на поимот на непријателско преземање и мотивите кои го поттикнуваат понудувачот да упати јавна понуда за преземање контрола над целното друштво. И на крајот на ова глава, ќе се задржиме на принципот на неутралност и принципот на слободно одлучување на управата на целното друштво, кои принципи значат - воведување забрана на управата на целното друштво за време на траењето на постапката за превземање мерки на одбрана. Иако, терминологски, се различни овие два принципа, се користат како синоними со иста содржина. Единствена разлика е што првото начело проблематиката ја анализира од перспектива на управата на целното друштво, а вториот принцип, од агол на акционерите на целното друштво, ставајќи го акцентот на надлежноста на акционерите за усвојување на мерки на одбрана.

Во четвртата глава ќе се задржиме на мерките на одбрана од непријателското преземање, законите и конститутивните акти на акционерското

друштво - извори кои ги ставаат границите на правната допуштеност на мерките на одбрана.

Во оваа глава ќе направиме анализа на правните последици од преземање на недопуштени мерки на одбрана укажувајќи на значењето, разликите и видовите на санкции кои се преземаат против целното друштво.

Во суштина, во овој дел ќе се направи анализа на позициите на целното друштво и друштвото што цели кон преземање, со акцент на улогата на управата во овој процес на преземање. Впрочем, и целокупното истражување е во функција на докажување на оправданоста на управата да презема одредени мерки кои може да бидат дозволени и недозволени. Кој е органот што има легитимитет да ја цени полноважноста на мерките и, конечно, како тоа се перципира земајќи ги предвид различните деловни практики во светот на корпоративното управување.

И на крај, критериумите и видовите мерки на одбрана кои, се разбира, во овој труд сите не можеме да ги елаборираме од причина што секојдневно се креираат нови мерки или варијанти на веќе постоечки мерки на одбрана или комбинација од повеќе мерки, но ние ќе се фокусираме на мерките на одбрана од непријателско преземање кои го спречуваат и отежнуваат преземањето, којашто поделба е според јачината на ефектот од преземањето.

Во **Завршни согледувања** од магистерската теза сумирани се резултатите од претходните истражувања на теренот на правната регулатива и судските пресуди и актите за основање на трговските друштва. Во завршните согледувања се елаборирани заклучоците од секоја поединечна анализа на неколку функционално поврзани прашања помеѓу себе. Наведени се генералните ставови кои се однесуваат на оправданоста на концептот на непријателско преземање и мерките за одбрана од непријателско преземање. Во суштина, во завршните согледувања презентирани се клучни сегменти на истражувањето преку анализа на теоретските аспекти во кои е презентиран дијаметрално спротивното сфаќање на преземањето во различни правни и економски системи. Врз база на овие различности, креирани се и различните сфаќања за оправданоста и на одредени мерки кои ги познава деловниот свет на корпоративно управување.

Хипотетска рамка на истражувањето

Потхипотези:

-Непријателското преземање, суштествено придонесува кон подобрувањето на корпоративното управување на менаџерите во друштвото;

-Влезот на Република Македонија во Европската Унија ќе придонесе кон зголемувањето на бројот на преземања на трговски друштва со македонски капитал;

- Влезот на Република Македонија ќе придонесе кон промени во статусната организација на трговските друштва, во делот на мерките против непријателско преземање;

-Преземањето на трговските друштва придонесува кон одржувањето на здравата конкуренција во деловниот свет, вклучувајќи ја и Република Македонија;

-Мерките од непријателско преземање се во тесна линија со повреда на правниот режим на основачките акти и деловно работење на трговските друштва;

-Клаузулите изразени преку мерки против непријателското преземање честопати се спротивни на деловните обичаи, добрата деловна практика и начелото на совесност и чесност во деловните односи;

-Докажувањето на повреда на правниот поредок преку мерките против непријателското преземање е комплексно.

Тргувајќи од неколкуте потхипотези, нашето истражување го доведовме во врска со целта на магистерскиот труд која се однесува на утврдувањето на состојбата на македонските капитални трговски друштва на полето на

преземањето, со акцент на мерките од непријателското преземање. Главната идеја на истражувањето е да се види структурата на основачките акти, во насока на утврдувањето дали и колку македонските трговски друштва имплементираат мерки од непријателско преземање како одбранбен механизам од преземањето.

На македонската корпоративна структура не ѝ е многу познат концептот на непријателско преземање (*unfriendly/hostile takeover*) во споредба со трговските друштва во високо развиените земји. Иако постојат повеќе трговски друштва кои беа преземени од страна на домашни и претежно странски инвеститори, непријателското преземање сè уште не постои во мерка во која тоа постои во европската и американската деловна практика. Се разбира, експанзијата на овој концепт нужно е условена од големината и интензитетот на преземања, обемот на раст и развој на трговските друштва, зголемувањето на бруто домашниот производ во националната економија во која се основани трговските друштва итн. Главната идеја во анализата на актите е да ја видиме нивната законска допуштеност и цел – ***дали мерките против преземањето се однесуваат на штитењето на членовите на одборот на директори, дали македонската корпоративна структура воопшто не го доведува во прашање преземањето како непријателско, дали секое преземање од страна на домашна или странска компанија води до економски просперитет на трговското друштво?!***

Во светската деловна практика на полето на преземањето на трговските друштва, бројни се примерите на непријателско преземање на акционерски друштва. Во контекст на ова, бројни се и судските и арбитражни пресуди со образложение за утврдување на одговорноста на членовите на одборот на директори и потребата од обесштетување на друштвото од нивна страна.

Од друга страна не е мал бројот на протекциони клаузули во статутите на трговските друштва кои ја гарантираат позицијата на менаџерите, независно од квалитетот и обемот на нивното работење. Наспроти светскиот тренд на заштита на позициите на менаџерите/членовите на одборите на директори, во Република Македонија сè уште не е постигнато ниво на протекција на бордот на директори преку имплементација на соодветни клаузули во актите за основање на друштвото.

Во последните неколку децении, прашањето за преземање на акционерските друштва, доживеа експанзија и на полето на правното регулирање. На ниво на ЕУ, институтот „мерки“ на одбрана од непријателско преземање, е посветена цела директива, па се повеќе произлегува потребата од проучување на еднакви решенија на ова тема, како и усогласување на домашното со европското законодавство. Р. Македонија спроведува политика за развој на внатрешната економија, стимулира развој на пазарот на корпоративна контрола. Во таа насока, тргнувајќи од потребата да ги заштити интересите на сопствениците на хартии од вредност, нивното информирање за упатената понуда, транспарентноста на постапката за преземање, донесен е Закон за преземање на акционерските друштва („Службен весник на Република Македонија“ бр. 69/2013, 188/2013, 166/2014 и 154/2015), кој од неговото донесување до денес има повеќе измени, со цел усогласување со Директивата 2004/25/EЗ.

Независно од креирањето и имплементирањето на правната рамка во која е поставено преземањето како концепт во Република Македонија, останува констатацијата дека преземањето на трговските друштва во Република Македонија е врзано за друштвата со странски капитал. Најголем дел од мерките за непријателско преземање се спротивни на добрите деловни обичаи, во смисла на статутарно трговско право. Неукоста, истовремено желбата за заштита на сопственичките интереси во акционерската капитална структура, придонесува кон имплементирањето клаузули кои значат максимална протекција на позицијата на бордот на директори и нарушувањето на основното граѓанско право на сопственост кое и на полето на корпоративното управување значи право на држење, користење и располагање со предметот (*jus utendi, fruendi, abutendi*).

Од една страна тоа го дозволува правото на слободно уредување на односите во рамки на статутите на акционерските друштва, од друга страна, придонесува кон оневозможување на реализација на нивното право на слободно располагање со акции, во случај кога тие имаат подобна понуда од страна на понудувачот/потенцијалниот преземач на друштвото. Базирајќи се на ова, ја поставивме нашата цел и предвидовме соодветна методолошката рамка на истражувањето.

ПРВА ГЛАВА

1. ОСНОВНИ ПОИМИ КАЈ ПРЕЗЕМАЊЕТО НА АКЦИОНЕРСКИТЕ ДРУШТВА

1.Поим и видови на акционерски друштва

Корените на акционерските друштва, како посебна форма на капитални друштва, датираат уште од времето на колонијализмот и индустриската револуција.⁴ Идејата за создавање на акционерските друштва како посеба форма произлегува од потребата да се создадат правни ентитети во кои капиталот ќе биде во фокусот на вниманието. Попрецизно, капитални друштва чија идеја нема да се потпира на идејата за создавање на семејни бизниси со блиски релации помеѓу основачите (карактеристика на персоналните друштва), туку капитални друштва во кои акцентот ќе биде на капиталот, а носителите на бизнис потфатите ќе бидат субјекти коишто воопшто не се познаваат, меѓутоа располагаат со капиталот потребен за создавање на друштвото.

Почетоците на акционерските друштва го означија периодот на создавање на капитални правни ентитети во отсуство на правна регулатива за нив. Според одредени правни теоретичари, банките Banco Giorgio, во Ѓенова и Banko di Ambrosius, во Милано, се првите форми на акционерски друштва кои датираат уште од 16 век, кај кои одговорноста била ограничена, а уделите

⁴ Yavuz E., The Industrial revolution and Consequences, 2003, p. 4.

преносливи.⁵

Првите форми на трговски друштва основани во 17 век се прекуокеанските колонијални компании кои биле концесионирани претпријатија со големи овластувања на државата, па дури со право на суверинитет.⁶ По Француската револуција т.н. „анонимни друштва“ можеле да се создадат само со системот на концесија на основање на акционерски друштва што го давала државата, за да по подолг период се напушти и се прифати нормативниот систем на основање на акционерски друштва формирани слободно и на законски пропишан начин.

Денес нормативниот систем се применува во сите развиени пазарни економии, а почетоците биле во Велика Британија, Франција итн. Општо прифатено е тврдењето дека модерниот капитализам се поврзува со развојот на акционерското друштво. Сите големи проекти настанати во 19 и 20 век не можеле да се остварат без постоењето на таков правен „пронајдок“ (како некои автори го нарекуваат) каков што е акционерското друштво. Во периодот на 19 и 20 век перцепцијата за овој тип на комерцијален правен ентитет се врзувала за постоењето на првите форми на бизис во којшто постои ограничена одговорност на носителите/вложувачите на деловни потфати.

Модерните акционерски друштва се појавиле со индустриската револуција во областа на рударството, железниците и индустријата во 19 век, за која е карактеристично концентрацијата на капитал, а акционерското друштво била идеалната форма на трговско друштво за концентрација на капиталот. Инвестициите во овие гранки биле на начин на собирање на капитал и ограничување на ризикот.⁷

Брзиот развој на капитализмот ја наметнал потребата од постојани реформи врз акционерските друштва и тоа, тргнувајќи од обликот на прибирање на заштедите и парите на поединците кои се претвориле во капитал со вложување во акционерските друштва, понатаму основање на акционерските друштва од веќе акумулиран капитал, особено со основање на

⁵ Barbić J. Pravo društava-knjiga prva, opći dio 3, Zagreb, 1999 str.78.

⁶ Само во контекст на елаборирањето на настанокот на акционерските трговски друштва го употребивме терминот „*претпријатие*“. Ова од причина што терминот „*претпријатија*“ во почетоците на настанувањето на акционерските друштва, го немаше современото значење „*објект на трговското друштво кое нема својство на правно лице*.“ Секаде во текстот понатаму се служиме со терминот трговски друштва.

⁷ Schmidt K., Trade law, str.58-581.

зависни друштва, од банки и од инвестициони фондови, реформи кои значеа предност на акциите на име, наместо акциите на доносител, новини во воведување на холдингот како самостојна правна категорија и други, по чие воведување акционерските друштва се формираа само за крупниот капитал.⁸

Создавањето на Европската заедница ја наметна потребата од започнување на процес на усогласување и координирање на разликите на правните решенија за акционерските друштва во националните законодавства кај земјите членки во ЕУ. Во таа насока, Советот на Европската заедница донесе повеќе Директиви што се однесуваат на хармонизација на суштествените точки за организацијата и работењето на акционерските друштва.⁹

Појавувањето на акционерските друштва во Република Македонија, се како резултат на приватизацијата на општествениот капитал, односно трансформацијата на претпријатијата со општествен капитал¹⁰ кога друштвата беа со ограничена одговорност, со исклучок на одредени дејности од областа на банкарството, осигурувањето и пазарот на хартии од вредност кои беа организирани во форма на акционерско друштво.

Поимот акционерско друштво е комплициран, па која било дефиниција не може да ги опфати сите карактеристики на тоа друштво. Според проф. Самуелсон: *„Акционерското друштво е совршен начин да се дојде до голем износ на капитал кој не треба да се враќа, кој не го загрозува целокупниот имот на сопственикот, кој овозможува да се управува со работењето и со кој може да се оствари поголем приход одошто од камата и кој на крајот дава можност на секој поединец, во секој момент да го поврати својот влог во номинален или зголемен износ. Единствено, во случај акционерот да инвестира во лошо друштво, може да претрпи загуба, но тоа е последица*

⁸ Во современите услови на трговско работење, во прилог на констатацијата дека акционерските друштва претставуваат капитални друштва со фокус на капиталот како основа на здружување на носителите на бизнисот, стои фактот што според денешното законодавство осигурителителните трговски друштва, банките, друштвата за управување со инвестициски фондови имаат законски определена форма на основање и тоа исклучува акционерско друштво. Императиван е одредбата од законите кои го уредуваат ова прашање, согласно што секое поинакво решение *ipso facto* значи ништовност на друштвото.

⁹ За настанокот на Европската економска заедница и хронолошкиот развој на заедницата види повеќе на: http://europa.eu/about-eu/eu-history/index_en.htm, [пристапено на 11.09.2015].

¹⁰ Закон за трансформација на претпријатијата со општествен капитал („Службен весник на Република Македонија“ број 38/1993, 48/1993, 21/1998, 25/1999, 39/1999, 81/1999, 49/2000, 6/2002, 31/2003, 38/2004, 35/2006, 84/2007, 123/2012 и 25/2015).,

*исклучиво на неговата лоша проценка.*¹¹

Од високиот степен на хармонизација на доктринарните погледи за природата на акционерското друштво во Европа, произлегува идентичноста на дефинициите за акционерските друштва. Според романскиот круг на земји: „Акционерското друштво е трговско друштво, без оглед на неговиот предмет на работење, во кое акционерите не одговараат за обврските на друштвото и чија основна главнина е поделена на акции кои се слободно преносливи”.¹² Според германскиот круг на земји: „Акционерското друштво како најголемо капитално друштво, е друштво со сопствен правен субјективитет, на кој правна основа му е основната главнина. За обврските на друштвото на доверителите им одговара самиот имот на друштвото. Основната главнина е поделена на акции”.

Основни белези и на двете дефиниции се трговскиот карактер на друштвото, поделеноста на основната главнина на акции и акционерите не одговараат за обврските на друштвото спрема доверителите.

Да се дојде до дефиниција која од една страна ќе ги опфати сите белези на акционерско друштво, а од друга, да не содржи ништо повеќе, како би се доближиле до формулацијата за акционерско друштво до западните земји, е направен обид во Законот за претпријатие во член 85, но за жал, неуспешен. Според член 85 од ЗП, *„Акционерското друштво е друштво кое средствата за основање и работење ги прибавува со издавање акции”*.¹³ Подоцна Законот за трговски друштва во член 270 (1) го дефинира акционерското друштво како трговско друштво во кое акционерите учествуваат со влогови во основната главнина, којашто е поделена на акции. Акционерите не одговараат за обврските на акционерското друштво.¹⁴ Ваквата дефиниција е многу близу

¹¹ Samuelson P. „Foundations of Economic Analysis,” Annual Reviews of Economics, Vol. 4, 2012.

¹² Тушевска Б. Доктрината на подигнување на велот на правното лице: Компаративни аспекти на подигнување на велот на правното лице во Европската Унија и Република Македонија, Општествените промени во глобалниот свет, Зборник на трудови, Прва меѓународна научна конференција Штип, 2014, стр. 164.

¹³ Законот за претпријатијата беше донесен 1988 година и објавен во Службен лист на СФРЈ број 77/88 кој претрпе три измени и дополнувања. За концептот на претпријатијата во периодот на приватизацијата види повеќе: Недков М., Коментар на законот за претпријатија, Скопје, 1999.

¹⁴ ЗТД, Акционерското друштво е трговско друштво во кое акционерите учествуваат со влогови во основната главнина, којашто е поделена на акции; Акционерите не одговараат за обврските на акционерското друштво; Од одредбите од овој закон, со коишто се уредува акционерското друштво, може да се отстапува на начин и според условите пропишани со овој закон и со други закони;

со дефинирањето на овој поим со законодавствата на западниот свет. И според ЗТД, основни белези на дефиницијата за акционерското друштво се: акционерското друштво е форма на трговско друштво, основната главнина е поделена на акции, акционерите учествуваат со влогови во основната главнина и акционерите не одговараат за обврските на друштвото. Врз основа на белезите на друштвото се определува и правната природа, односно физиономија на акционерското друштво. Најзначајни белези се : акционерското друштво е посебна форма на трговско друштво, тоа има својство на трговец и кога не врши трговска дејност, бидејќи е основан во форма на акционерско друштво и на начин пропишан со ЗТД.¹⁵ ЗТД содржи одредби за профитабилниот карактер на акционерското друштво. Во таа смисла, во член 19/2 акционерското друштво „самостојно трајно врши дејност за остварување на добивка“, а во член 19/1 акционерското друштво е „правно лице во коешто едно или повеќе лица вложуваат пари, предмети и права во имот којшто го користат за заедничко работење и заеднички ја делата добивката или загубата од работењето“.

Акционерското друштво како правно лице има општа правна способност, како такво слободно склучува договори со трети лица, признаено му е стекнување на права и преземање, стекнување на сопственост, можност да тужи и да биде тужен.¹⁶ Правната способност на акционерското друштво е ограничена со статутот на друштвото, бидејќи тоа може да работи само во границите на своите овластувања, детерминирани од предметот на работење.¹⁷ Попрецизно, правните лица може да склучуваат договори во

¹⁵ Нетков М.,Беличанец Т.,Градишка-Лазаревска Е. Право на друштвата, Скопје 2009 стр.367-371.

¹⁶ Општата правна способност стекната од моментот на регистрација акционерството друштво ја добива со актот што станува збор за трговско друштво согласно решението од член 25 од ЗТД – друштвото како право лице: Трговското друштво како правно лице може да стекнува права и да презема обврски, да стекнува сопственост и други стварни права, да склучува договори и други правни работи, да тужи и да биде тужено пред суд, арбитража или друг избран суд и да учествува во други постапки.

¹⁷ Сепак, со цел забрана за дестабилизација на правната сигурност во прометот, Законот за облигациони односи („Службен весник на Република Македонија“ бр. 18/2001, 4/2002, 5/2003, 84/2008, 81/2009, 161/2009 и 123/2013), во член 46 (3) предвидел: Правните работи преземени од правното лице со трето лице надвор од дејностите што го сочинуваат неговиот предмет на работење се полноважни, освен ако третото лице знаело или со оглед на околностите морало да знае за пречекорувањето или ако со закон поинаку не е определено.Правните работи преземени од правното лице со трето лице надвор од дејностите што го сочинуваат неговиот предмет на работење се полноважни, освен ако третото лице знаело или со оглед на околностите морало да знае за пречекорувањето или ако со закон поинаку не е определено.

правниот промет во рамки на својата правна способност (ЗОО, чл. 46 (1)). Според нашето законодавство, со статутот на друштвото има и одредени исклучоци од правилото за универзалната правна способност на друштвото. Според некои закони, одредени дејности можат да ги вршат трговските друштва во форма на акционерско друштво како што се: банки¹⁸, брокерски куќи¹⁹, осигурителни компании²⁰, берзи и централен депозитар на хартии од вредност. Овие акционерски друштва, освен оваа дејност, не можат да вршат друга дејност.

Акционерското друштво како правно лице со корпоративно устројство се изразува преку неколку елементи и тоа: одвоеноста на акционерското друштво од акционерите; понатаму акционерите не се сопственици на имотот на друштвото, а тоа што тие го вложиле во друштвото е имот на друштвото; акционерското друштво има потполна одговорност за обврските на друштвото, а спрема доверителите одговара со сиот свој имот, додека пак акционерите не одговараат за обврските на друштвото; акционерите учествуваат во основната главнина со свои влогови и акционерите не учествуваат во управувањето на друштвото.

Акционерското друштво е засновано на капиталскиот придонес во основната главнина или капиталот на друштвото на секој акционер. Акционерот внесува влог во друштвото, а како против вредност за тоа добива акции. Тие акции може да ги пренесе, без согласност на друштвото и може во секое време да излезе од друштвото. Во оваа смисла, успешноста во работењето на акционерското друштво не зависи од способноста или активноста на акционерите. Ваквите карактеристики на акционерското друштво го издвојува од другите друштва, посебно персоналните трговски друштва.²¹

¹⁸ Закон за банките („Службен весник на Република Македонија“ бр. 67/2007, 90/2009, 67/2010, 26/2013, 15/2015 и 153/2015).

¹⁹ Закон за хартии од вредност („Службен весник на Република Македонија“ бр. 95/2005; 25/2007; 7/2008; 57/2010; 135/2011; 13/2013; 188/2013; 43/2014; 15/2015 и 154/2015).

²⁰ Закон за супервизија на осигурување („Службен весник на Република Македонија“ бр. 27/2002, 98/2002, 79/2007, 88/2008, 67/2010, 44/2011, 112/2011, 188/2013, 30/2014, 43/2014, 112/2014 и 153/2015).

²¹ Наспроти карактеристиките на капиталните друштва, персоналните друштва се карактеризираат со дијаметрално спротивни карактеристики во однос на капиталните. Следствено, како прототип на персоналните друштва е Јавното трговско друштво. Една од суштествените карактеристики на ова друштво се согледува преку дефинирањето на самиот поим и тоа: Јавно трговско друштво (во натамошниот текст: јавно друштво) е трговско друштво во кое се здружуваат две или повеќе физички и правни лица, кои на доверителите за обврските на друштвото им одговараат неограничено и солидарно со сиот свој имот (ЗТД, 110 (1)).

Во низата белези на акционерските друштва, како најзначаен белег се јавува поделеноста на основната главнина на акции.²² Најмалиот номинален износ на основната главнина, кога друштвото се оснива симултано, без јавен повик на запишување на акции изнесува 25.000 евра во денарска противвредност според средниот курс на Народна банка на Република Македонија, објавен на денот пред објавување на статутот, односно на денот пред донесување на одлуката за промена на основната главнина, а кога друштвото се основа сукцесивно, преку јавен повик за запишување на акции, тој изнесува најмалку 50.000 евра во денарска противвредност ако со друг закон не е определен друг најмал износ на основна главнина.²³ Номиналниот износ на акцијата не може да биде помал од 1 евро, според средниот курс на таа валута, објавен од Народна банка на РМ, ден пред усвојување на статутот, односно на денот пред донесување на одлука за промена на основната главнина.²⁴

Едно од основните начела на доброто корпоративно управување е објавување на сите релевантни податоци за работата, за резултатите од работата и функционирањето на едно акционерско друштво, што претставува и услов за да има една бизнис клима. *Транспарентноста во работењето* е второто корпоративно начело кое за менаџментот за една компанија е основа за една современа и развиена економија. Корпоративното управување, како збир на *принципи на правичност, чесност и грижливост за транспарентно управување и водење на компаниите* е од заедничка корист за сите учесници во едно акционерско друштво и воопшто за пошироката заедница. Законот за хартии од вредност, кој во голема мера е усогласен со Директивата за транспарентност²⁵ (целта на оваа Директива е поставување на основните начела врз кои треба да се заснова единствен пазар на хартии од вредност во рамките на Унијата) е правна рамка преку која функционира транспарентноста

²² Законодавецот изречно нагласил дека станува збор за збир на номинална вредност на влоговите, сакајќи да истакне дека основната главнина на ја сочинува ниту пазарната вредност, ниту книговодствената вредност на акциите.

²³ ЗТД, член 273/ (1).

²⁴ ЗТД, член 273 (2).

²⁵ "Directive 2004/109/EC on the harmonisation of transparency requirements in relation to information about issuers whose securities are admitted to trading on a regulated market and amending Directive 2001/34/EC"/"Директивата за хармонизација на барањата за транспарентност во врска со информациите за издавачите на хартии од вредност со чии хартии од вредност се тргува на регулирани пазари. "

на компаниите.

Во корпоративната терминологија, транспарентноста е позната како обелоденување на податоци и информации за компаниите. Што претставува обелоденувањето? Тоа е кога во јавноста се изнесуваат податоци и информации за компаниите кои имаат посебно значење за инвеститорите кои се заинтересирани да вложат во тие компании.²⁶ Знаејќи ги тие информации, инвеститорите ќе можат да донесат правилна одлука и да извршат проценка на ризиците вложувајќи во тие компании. Придобивки од обелоденувањето на информациите и податоците имаат и самите издавачи на хартии од вредност, бидејќи се зголемува довербата на акционерите, одговорноста на менаџментот и директорите, се згледува конкурентноста, репутацијата на компанијата итн. Што се подразбира под „корпоративно управување“ и „добро корпоративно управување.“ Во правната теорија се среќаваат неколку дефиниции за корпоративно управување. Џејмс Д. Волфенсон, деветтиот по ред претседател на Групацијата на Светската банка, кој и самиот потекнува од бизнисот со инвестиции и консалтинг на корпорации и влади, ја презентира можеби најкусата дефиниција за корпоративното управување кога вели: „Корпоративното управување значи промовирање на фер-релации, транспарентност и одговорност.“

Професорот по корпоративно управување на Универзитетот во Кембриџ, Симон Дикин вели дека „корпоративното управување го означува начинот на кој се водат и контролираат компаниите“. Доброто управување е неопходна состојка на корпоративниот успех и на одржливиот економски раст. Истражувањата во областа на управувањето треба да се потпираат на интердисциплинарна анализа, пред сè на економија и право, на добро познавање на современата деловна практика кое произлегува од продлабочени емпириски студии во национални рамки“.²⁷

Во зависност од висината на основната главнина, бројот на акционерите и бројот на акциите во посед на јавноста, особено во однос на обврските за обелоденување на податоци, во македонската легислатива се сретнуваат

²⁶ Михајлова О. Латиф С. Селенкова З, Лазаревски И, Прирачник за корпоративно управување во македонските акционерски друштва, Скопје, 2007 стр. 51.

²⁷ Коевски Г., Марковска Хаџи-Василева В., Нејков К., Семенкова З., Мишев И., Прирачник на корпоративно управување во македонските акционерски друштва – Второ изменето и дополнето издание, Меѓународна финансиска корпорација, 2011, стр. 16.

неколку видови акционерски друштва:

- Акционерски друштва чии акции котираат на овластена берза;
- Акционерски друштва со посебни обврски за известувања;
- Останати акционерски друштва.

Обврските за обелоденување на податоците кај овие акционерски друштва се со цел да се заштитат интересите на акционерите од причина што доколку би дошло до евентуална измама, тогаш и штетата би била голема.

Кај акционерските друштва чии акции котираат на овластена берза, обврските за обелоденување на податоци се пропишани со Правилата за котација на Македонска берза. Според Закон за хартии од вредност („Службен весник на Република Македонија“ бр. 95/2005; 25/2007; 7/2008; 57/2010; 135/2011; 13/2013; 188/2013; 43/2014; 15/2015 и 154/2015, во понатамошниот текст ЗХВ).“ Котација значи ставање на одредена класа на хартии од вредност од страна на берза на посебна платформа за тргување врз основа на договор за тргување меѓу берзата и издавачот на хартии од вредност со кој се регулираат меѓусебните права и обврски²⁸. Одлука за котација на берза донесува органот на управување на акционерското друштво, а одлука за исклучување од котација донесува Собранието на акцинери.²⁹

Македонската берза котацијата ја дефинира како „постапка за внесување на одредена хартија од вредност на официјалниот пазар, согласно критериумите за котација утврдени во Правилата за котација”.³⁰

Акционерските друштва се единствените кои имаат право да котираат на овластена берза. Нивниот начин на прибирање на капитал е оној кој им овозможува акциите да ги пласираат на посебен пазар на хартии од вредност³¹ и преку тој пазар да се финансираат. Котацијата на берзите се разликува од држава во држава и најмногу зависи од развиеноста на финансискиот пазар во конкретната земја. Акционерските друштва информациите ги објавуваат преку

²⁸ ЗХВ, член 2 (1) точка 22.

²⁹ ЗХВ, член 80.

³⁰ Македонска берза за хартии од вредност АД Скопје, Правила за котација, стр. 57

³¹ Македонска берза за хартии од вредност АД Скопје, Правила за котација, Под Пазар на хартии од вредност се подразбираат два пазарни сегмента: „официјален пазар” кој претставува пазар на котирани хартии од вредност, поделен на Супер котација, Берзанска котација, Задолжителна котација и Котација на мали акционерски друштва и „Редовен пазар”, кој претставува пазар на некотирани хартии од вредност, поделен на Пазар на акционерски друштва со посебни обврски за известување и слободен пазар.

интернет-апликации, СЕИ-нет, пред да биде објавена пред јавноста. Најчестите информации се информациите за деловното работење, за капиталот за дивидендата, за финансиската состојба, значителните удели итн.³²

Обврските за обелоденување на податоци за овие акционерски друштва се пропишани со ЗХВ и подзаконските акти кои произлегуваат од истиот. Овие акционерски друштва се водат во Регистарот на Комисијата за хартија од вредност на акционерски друштва со посебни обврски на известување. Секое акционерско друштво чии акции котираат на берза, истовремено се и акционерски друштва со посебни обврски за известување. Законот за хартии од вредност, акционерското друштво со посебни обврски за известување, го дефинира како „друштво кое извршило јавна понуда на хартии од вредност или има главнина од 1.000.000 евра во денарска противвредност и повеќе од 100 акционери или е котирано на берза“.³³

Кој било услов да го исполнува ова акционерско друштво, ќе се води во Регистарот. Акционерските друштва кои се водат во Регистарот на Комисијата за хартии од вредност на обврските за обелоденување, пристапуваат по сила на законот, или поинаку речено тие имаат обврска да даваат точни, целосни навремени информации како би можеле инвеститорите да донесат правилна одлука. Веќе спомнавме дека корпоративната свест во една економија, во голема мера зависи од отвореноста на компаниите во таа земја. Колку е зголемена отвореноста на компаниите, толку се зголемува и интересот на инвеститорите, па било тие да се домашни или странски. Законската обврска на поднесување финансиски извештај до Регистарот, им овозможува на инвеститорите да ја согледаат финансиската моќ или слабост на акционерските а со тоа да ги проценат ризиците или бенифитите од вложувањето. Секако, овде треба да ја спомнеме и последицата од затвореноста на друштвото или необјавување на податоци кои, друштвата се должни да ги објават, можат да доведат до заклучок дека се стимулираат поединци, односно добиените информации за своја корист ги злоупотребуваат

³² <http://netpress.com.mk/aplikacijata-sei-net-na-makedonska-berza-dostapna-za-android-korisnicite/>, [пристапено на 12.08.2015].

³³ ЗХВ, чл. 2 точка 2. Ова законското решение од член 2 точка 2, претрпе измени и дополнувања во делот „освен друштва котирани на берза.“ Имено, со член 25 од Законот за изменување и дополнување на Законот за хартии од вредност („Службен весник на Република Македонија“ бр. 13/2013), одредбата на точка 2 во делот „освен друштвата котирани на берза“ ќе престане да важи на 30 април 2018 година.

на пазарот на хартии од вредност. Но, не треба да заборавиме дека неисполнувањето на законските обврски повлекува административни мерки со плаќање глоби кои секако даваат лоша слика на акционерското друштво. Кај останатите акционерски друштва начинот на објавување на податоците и извештаите и нивно објавување во јавни гласила, интернет или на друг начин, го утврдува органот на управување, а обврската за обелоденување на податоци е уредена со статутот на акционерското друштво.

Статутите на акционерските друштва претставуваат акти за основање на друштвото во кое се евидентирани одредби од импозитивен и диспозитивен карактер. Попрецизно, статутот го претставува актот во којшто содружниците или акционерите (*зависно од видот на капиталното друштво за кое станува збор*) ги уредуваат односите помеѓу себе. Со потпишувањето на актотот за основање, акционерите меѓусебно се обврзуваат и во форма на преддруштво како правно лице (*подоцнежното акционерско друштво*)кое создава обврски за основачите *inter partes*. Од моментот на регистрацијата на друштвото во Трговскиот регистар, преддруштвото се трансформира во друштво и произведува дејство *erga omnes*.

Земајќи го предвид дејството, улогата и значењето на актите за основање на акционерските друштва и доведувајќи ги во врска со нашата проблематика, на гледиште сме дека практичните аспекти на истражувањето можеме да ги анализираме исклучиво преку анализа и елаборација на содржината на диспозитивните одредби од статутите на неколку акционерски друштва, предмет на нашето истражување. Фокусот на анализа и елаборација на диспозитивните одредби произлегува од фактот што, единствено во делот на диспозитивните одредби, основачите/акционерите може да предвидуваат одредби различни од законските решенија, односно од резервните норми. Посебно за акцентирање, во контекст на ова прашање е фактот што многу ретко позитивното законодавство во делот на компаниското право остава простор за поинакво уредување на односите, односно предвидува резервни норми. Во најголем дел, ако се направи анализа на карактерот на одредбите на ЗТД ќе се види дека во основа, најголем дел од одредбите се од императивен карактер. Оттука, и бројните проблеми од статусно-правен карактер, во случај кога се анализира прашањето дали нешто е во спротивно со правната рамка

или не. Голем дел од судските и арбитражни спорови во контекст на прашања од статусно-правен карактер, се базираат на фактот дали конкретното однесување на одреден субјект е во директна спротивност со деловното позитивно право. Овие прашања многу поретко создаваат дилема на теренот на прометното право. Имено, многу често валидоста на еден договор се цени и преку начелата на кои почива позитивното право, односно воспоставената практика помеѓу договорните страни, деловните обичаи итн. Во сферата на статусното-трговско право овие дилеми не може да се решат повикувајќи се на фактот дека тоа било „добра воспоставена практика.“ За таа цел, на мислење сме дека токму анализата на поединечни статuti на акционерски друштва ќе ни овозможат согледување на состојбата на „непријателското преземање и мерките против истото“ на теренот на македонската компаниска практика.

1.1. Поим на понуда и предмет на откуп кај акционерските друштва

Понудата, во правна смисла, се однесува на упатувањето на изјава на волја/иницијален акт за влегување во облигационен однос со определено или определливо лице. Не сите иницијални акти претставуваат понуда во правна смисла. Попрецизно, не сите иницијални акти претставуваат понуда за склучување на договор. Во поглед на определувањето на терминот „понуда“, застапени се бројни и различни дефиниции кои имаат општо значење, согласно *lex generalis* одредбите од ЗОО, и *lex specialis* одредби од законите кои поединечно решаваат конкретни правни прашања, *in concreto*, понуда од посебните области: *понуда за склучување на договор за јавни набавки*³⁴, *понуда за преземање на акционерско друштво*, *понуда за откуп на акции во*

³⁴ Во *lex specialis* одредбите од Закон за јавните набавки („Службен весник на Република Македонија“ бр. 136/2007; 130/2008; 97/2010; 53/2011; 185/2011; 15/2013; 148/2013; 160/2013; 28/2014; 43/2014; 130/2014; 180/2014 и 78/2015), во делот доделување на договори за јавни набавки, во член 129 регулирани се поимот на понуди и алтернативни понуди. Со овој *lex specialis* закон предвидени се исклучоци од концептот на понуда утврден во ЗОО. Истото се однесува и на понудата во контекст на откуп на акции уредена со ЗХВ и ЗПАД како *lex specialis* одредби кои го уредуваат прашањето за понуда за откуп на акции. Ако се направи паралела помеѓу овие две прашања во соодветно општ и посебен концепт на понуда, ќе се утврдат бројни специфики. Сепак, тргнувајќи од природата и сферата на интерес на нашата проблематика, ќе се задржиме само во делот потребен за детерминирање на понудата за откуп на акции.

друго друштво (пријателска или непријателска). Иако, навидум општо прашање, определувањето на понудата во контекст на нашата проблематика игра суштествено значење, од причина што токму од карактерот на иницијалниот акт за влегување во облигационен однос зависи обврската на другата договорна страна. Имено, ниедна деловна операција во домашниот и меѓународниот промет не може да се замисли без понуда. Ваквата констатација се однесува како на прашањата од прометен, така и на прашањата од статусен карактер. Ако тргнеме од фактот дека преземањето на една од друга компанија се реализира преку понуда за откуп, или дека договорот за јавни набавки се настанува како резултат на прифаќање на упатената понуда од страна на економскиот оператор до договорниот орган, јасно е значењето на понудата и надвор од нејзиното поимање во смисла на ЗОО. Сепак, битно е да се нагласи дека секоја понуда претставува и иницијатива за склучување на договор, што не значи дека секој иницијален акт претставува и понуда во правна смисла.³⁵ Во смисла на ЗОО, понудата е еднострана изјава на волја или како што многу автори пишуваат, соопштение во вид на предлог кој за да биде понуда, мора во себе да ги содржи суштествените елементи на идниот договор (цена и предмет на договорот) и субјективниот елемент: намерата, волјата (*animus contrahendi*) на понудувачот да влезе во облигационен однос.³⁶ Изречно, според ЗОО, *понудата претставува предлог за склучување на договор направен за определено лице кој ги содржи сите суштествени состојки на идниот договор.*³⁷ Во овој дел од ЗОО, законодавецот направил разграничување помеѓу понудата и повикот да се направи понуда. Сепак, во контекст на нашата проблематика, предмет на интерес ќе биде само понудата во правна смисла.

Според ЗПАД понудата е дефинирана во поимникот на законот, каде помеѓу другите термини, дефинирана е и понудата во смисла на ЗПАД и тоа: „Понуда за преземање“ е *јавно објавена понуда, задолжителна или доброволна, упатена до сите иматели на хартии од вредност во целното друштво со цел да се стекне контрола во целното друштво.* Контрола во смисла на ЗПАД подразбира поседување на повеќе од 25% од акциите со

³⁵ Blagojević B, Krulj V., Komentar zakona o obligacionim odnosima, kniga I, Beograd, 1983, str.123

³⁶ Тушевска Б., Меѓународно правни аспекти на понудата, Скопје, 2009, стр.16.

³⁷ЗОО, чл. 24/1.

право на глас во целното друштво. Ваквото поимање на понудата за преземање произлегува и од решението на Директивата за преземање, и тоа член 2 од поимникот каде изречно е утврдено: *понудата за преземање или само понуда претставува јавна понуда упатена до имателите на хартии од вредност на акционерското друштво или до некои од нив, било доброволно или задолжително за преземање на контрола во целното друштво.* Доброволноста и задолжителноста како составни елементи на дефиницијата за „понуда за преземање на акционерските друштва“ во смисла на ЗПАД и Директивата за преземање 2004/25/ЕС ја изразуваат суштината на постоењето на ЗПАД и решенијата од директивата 2004/25/ЕС. Имено, кога станува збор за преземање на акционерските друштва, воопшто, првенствено се поставува прашањето: *Што е спорно во можност да се преземе едно трговско друштво од страна на друго трговско друштво, правно или физичко лице? Што е спорно во можноста друштвото да биде преземено преку постепен откуп на акции, или директен откуп на акции на организиран пазар на хартии од вредност.* Првично на ниво на ЕУ, а следствено и во рамки на националното законодавство, утврдена е можноста од нееднаков третман, односно дискриминација низ призмата на цената по која се купуваат акции од сопствениците на ист род и класа на акции. Базирајќи се на ова, ЗПАД и Директивата 2004/25/ЕС изречно предвидоа услови во кои задолжително е купувањето на акциите од страна на понудувачот. Иако ЗПАД не содржи изречна дефиниција за „понуда,“ од содржината на член 16 јасно произлегува содржината и поимот на понудата во смисла на ЗПАД. Во контекст на ова, елементи на понудата за преземање се:

- 1) *хартиите од вредност на кои се однесува понудата за преземање;*
- 2) *јасна и недвосмислена изјава дека понудата се однесува на сите акционери кои поседуваат хартии од вредност издадени од целното друштво, како и дека преземачот, се обврзува да ја купи секоја хартија од вредност, во согласност со пропишаните и објавените услови;*
- 3) *цената по која преземачот се обврзува да ги откупи хартиите од вредност;*
- 4) *рокот и начинот на плаќање на хартиите од вредност за кои е*

дадена понудата за преземање: и

- 5) *датумот на започнување и датумот на завршување на рокот за прифаќање на понудата за преземање од страна на сопствениците на хартиите од вредност.*

Од содржината на член 16 (елементи на понудата за преземање) јасно произлегува поимот на понудата и можноста за нејзино компарирање со општиот концепт на понуда утврдена во ЗОО.³⁸ Впрочем, ако се направи компаративна анализа помеѓу понудата од член 24 од ЗОО и понуда од член 16, во смисла на ЗПАД, ќе се констатира дека, во основа, станува предлог упатен до точно определена или определлива категорија на субјекти, во којашто точно е евидентиран предметот на продажба. Поинаку, понуда и во смисла на ЗПАД може да се дефинира како предлог за склучување на договор за продажба во којшто се содржани сите суштествени состојки на договорот. *In concreto: хартиите од вредност на коишто се однесува понудата, цената по која понудувачот се обврзува да ги откупи хартиите од вредност.* Овие елементи претставуваат битни елементи на договорот, и нивното отсуство повлекува ништовност во смисла на ЗОО.

Во поглед на останатите елементи предвидени во член 16 од ЗПАД, интересно е да се нагласи дека истите на теренот, а облигациите би ги квалификувале како модификација на конкретното правно дело, со акцент на рокот, како временска рамка во којашто треба да се изврши обврската. Во контекст на ова е решението од ставот 5 на член 16 од ЗПАД и тоа: понудата за преземање особено го содржи датумот на започнување и датумот на завршување на рокот за прифаќање на понудата за преземање од страна на сопствениците на хартиите од вредност. Рокот за прифаќањето на понудата од страна на понудениот во постапката за преземање укажува на обигаторниот/обврзувачкиот карактер на понудата во смисла на ЗПАД. Попрецизно, понудата е обврзувачка за понудувачот, заклучно со рокот којшто во самата понуда им е оставен на понудените како временска рамка во којашто

³⁸ Паралелите што ги правиме во анализата на одредени поими во смисла на ЗХВ, ЗПАД, ЗТД, ЗЈНРМ итн., се со цел да се види применливоста на општите концепти, исклучоците и спецификите на решенијата од *lex specialis* законите, суштината на институтите, односно постои ли некоја специфика или станува збор само за термилошка различност, меѓутоа не и суштинска. Конечно, ваквата компаративна анализа низ законските одредби не доведува во врска со генезата, оправданоста и целта на одредени институти на полето на хартии од вредност, преземањето на акционерските друштва итн.

може да се изјаснат дали ја прифаќаат или одбиваат понудата.³⁹

Задолжителниот карактер на понудата во смисла на ЗПАД произлегува од потребата да се заштитат малцинските акционери како носители на ситна корпоративна акционерска структура. Имено, отсуството на задолжителноста во откупувањето на акциите создава ситуација во која носителите на мнозинскиот пакет на акции би се нашле во супериорна позиција. На теренот на правото тоа би значело малцинските акционери да се наоѓаат во дискриминирана позиција. Имено, не станува збор за стекнување на различен степен и обем на права под различни услови, туку за понуда на различна цена, или воопшто исклучување на малцинските акционери од понудата за откуп на акциите на берза. За ова цел, ЕУ преку Директивата 2004/25/ЕЦ, и Република Македонија преку ЗПАД предвидоа посебна постапка за преземање на акционерските друштва, издвоена од ЗТД на Република Македонија. Во насока на елаборирање на задолжителниот карактер на понудата, тргнуваме од дефинирањето на условите за упатување на задолжителна понуда и тоа: „Задолжителна понуда за преземање должно е да даде лице кое само или заедно со лицата со коишто дејствува го достигнало контролниот праг на преземање на акционерскиот капитал“ (ЗПАД, член 9 (1)). Понатаму, *понуда за преземање е должно да даде лице кое само или заедно со лицата со кои дејствува заеднички го достигнало контролниот праг на преземање* (ЗПАД, член 9 (2)).

Во рамки на задолжителната понуда ЗПАД ја предвидува можноста за стекнување на дополнителен и конечен праг за преземање. Оттука, лицата превземачи кои се стекнале со 5% акции, со право на глас за време од две години и го достигнале дополнителниот праг на преземање, должни се да дадат понуда за преземање. Обврската престанува кога превземачот се стекнал со 75% од акциите со право на глас на целното друштво, односно го достигна конечниот праг на преземање. Кај лицата што дејствуваат заеднички, покрај заедничката понуда, понуда може да даде и секое лице што учествува во заедничката понуда, па кој и да ја дал понудата, обврската е исполнета (ЗПАД, член 9 (3/4)). Во основа, субјектот (правно или физичко лице) со статус на понудувач во смисла на ЗПАД за својата намера за преземање

³⁹ Види повеќе за обврзноста на понудата во смисла на ЗОО кај: Тушевска Б., Понудата и нејзината обврзност во меѓународната продажба на стока, Скопје, 2009, стр. 88.

должен е да ги извести Комисијата за хартии од вредност, органот на управување на целното друштво, овластената берза и Комисија за заштита на конкуренцијата. Преземачот, во смисла на ЗПАД, исто така, има обврска својата намера за преземање да ја објави во рок од еден работен ден по известување на горенаведените органи. Намерата (*anumus contrahendi*) како субјективен елемент претставува задолжителен елемент на понудата и во смисла на ЗОО.

ЗПАД не случајно ја предвидува намерата како задолжителен елемент, од причин што покрај сите објективни елементи, во понудата јасно треба да се гледа желбата/волјата или правно квалификувана намерата за да се влезе во облигационен однос со понудениот, односно сопствениците на хартии од вредност/акционерите. Во поглед на ова законско решение, во правната теорија акцентиран е моментот дека законодавецот не предвидел рок во којшто настанува обврската за известување.⁴⁰ На мислење сме дека тука нема ништо спорно со оглед на фактот што битна е заштитата на малцинските акционери, а истата произлегува од моментот на известувањето на надлежните органи за намерата. Следствено, битен е рокот од еден работен ден од моментот на известувањето на надлежните органи, а тоа законодавецот го предвидел (ЗПАД, член 22 (1)). Во постапката за преземање на акционерските друштва, ЗПАД предвидува заштитна одредба и за работниците кои немаат статус на акционери. Во деловната практика честопати се случува работниците да немаат статус на акционери. За таа категорија на субјекти врз кои преземањето исто така се одразува, законодавецот предвидел обврска за информирање, предвидувајќи во член 22 (2) од ЗПАД дека за намерата за преземање, органот на управување на целното друштво и преземачот се должни веднаш да ги известат претставниците на вработените, а ако нема такви, тогаш вработените.⁴¹ Известувањето на органот на управување на акционерското друштво за намерата за откуп на дел од акционерскиот капитал, истовремено создава обрска за последните (*органот на управување*) да ја извести

⁴⁰ Коевски Г., Марковска Хаџи-Василева В., Нејков К., Семенкова З., Мишев И., *ibid*, стр. 446.

⁴¹ Во контекст на заштита на работниците, законодавецот во делот на прекршоцните санкции предвидел и глоба за отстапувањето од член 22 (2) од ЗПАД и тоа: Глоба во износ од 4.000 евра во денарска противвредност ќе му се изрече за прекршок на целното друштво, ако:

1) за намерата за преземање не ги известат претставниците на вработените, а ако такви нема, тогаш вработените во целното друштво (ЗПАД, член 72 (1)).

комисијата за хартии од вредност доколку постојат преговори со преземачот или за тоа дека такви договори или преговори не постојат. Во основа, обврските кои произлегуваат од постапката за преземање се врзани за статусот на субјектите коишто се инволвирани во постапката и тоа: понудувач, понуден, комисија за хартии од вредност, комисија за заштита од конкуренција, централен депозитар за хартии од вредност.

Битен елемент на понудата за откуп на акциите претставува и цената содржана во предлогот за откуп на акциите, односно во понудата. Како суштествена карактеристика на цената, во смисла на ЗПАД, претставува решението содржано во член 12 (2) каде изречно е наведено дека цената во понудата не смее да биде пониска од највисоката цена, што кое било од лицата кои дејствуваат заеднички ги купило хартиите од вредност во последните 12 месеци пред објавување на понудата. Просечната цена на хартиите од вредност постигната на овластена берза се пресметува како проста аритметичка средина на дневните пондерирани просечни цени постигнати на овластената берза (ЗПАД, член 14 (5)).

Предметот на понудата и понудените лица се во тесна врска, бидејќи предметот на понудата ги одредува и лицата на кои им е упатена понудата. Предмет на јавна понуда за преземање се преносни хартии од вредност кои даваат гласачко право во целното друштво или тие го сочинуваат гласачкиот капитал на целното друштво или, како уште се нарекуваат гласачки акции (акции со право на глас). Понудените лица се, пак, имателите на овие хартии од вредност кои го сочинуваат предметот на јавната понуда. Акциите со право на глас се акции со кои во моментот на нивно стекнување, понудувачот се стекнува со право на глас во собранието на акционери во целното друштво. Најбитни акции за преземањето на акционерското друштво се акциите со право на глас и најчесто предмет на јавна понуда се акциите со право на глас, а акционерите како иматели на тие акции, најчесто се лица на кои им е упатена јавната понуда.

Во деловната практика, не ретко се случува субјектите со статус на понудени, да примат заменливи хартии од вредност. За спецификите на постапката на реализација на откупот на акции, ќе елаборираме повеќе преку определувањето на статусот на понуден и понудувач во смисла на ЗПАД.

1.2. Понудувач и понуден во постапката за преземање на акционерските друштва

Во проучувањето на статусот на понуден и понудувач, нема да навлегуваме во елаборација на општите поими на овие категории субјекти. Ова е од причина што на корените на ова проблематика се фокусиравме во делот за „поим на понуда“ и „откуп на акциите во постапката за преземање.“ Следствено, поврзаноста на ова проблематика со општите концепти по ЗОО ни се познати. Сепак, иако без посебна теоретска елаборација, истакнуваме дека понудувачот е секое физичко или правно лице кое упатило или дало предлог со сите суштествени елементи, или пак е обврзано да упати јавна понуда за преземање на акции на целното друштво.⁴² Упатувањето на понуда подразбира нејзино објавување на законски начин откако комисијата за хартии од вредност ќе донесе решение за одобрување на објавувањето. Физичките или правните лице имаат обврска да упатат јавна понуда во случај ако се исполнети условите за објавување на јавна понуда и во случај ако тие дале известување дека имаат намера за преземање. ЗПАД наместо терминот понудувач го користи терминот преземач и согласно поимникот од ЗПАД, „преземач“ е секое лице кое дава понуда за преземање под услови и на начин определен со ЗПАД. Од друга страна, „прифаќач на понудата“ според ЗПАД е имател на хартии од вредност на целното друштво кој ја прифатил понудата за преземање. Конечно, „целно друштво“ е акционерско друштво чии хартии од вредност се предмет на понудата за преземање (ЗПАД, член 2 (3)).

Формално правно како понудувачи се јавуваат лицата кои ја објавиле јавната понуда, како и лица кои според законските прописи мораат да објават јавна понуда. Кога зборуваме за понудувач, треба да се спомне дека поимот потенцијален понудувач се разликува од поимот понудувачот во смисла дека како потенцијален понудувач може да се јави секое лице кое има намера да упати јавна понуда за преземање, а при тоа да нема обврска да ја реализира намерата. Се додека не ја оствари намерата на законски предвиден начин тоа

⁴² Во својот поимник ЗПАД не содржи дефиниција за понудувачот, сепак, од содржината на елементите јасно прозилегува поимањето на субјектот – понудувач во смисла на ЗПАД.

лице, останува потенцијален понудувач.

Истакнувањето на намерата за преземање на конкретно трговско друштво е во тесна врска со видот на преземањето кое се упатува кон таргетираното друштво. Потенцијалното понудено лице може да дознае за намерата за упатување на „*понудата за откуп на акции*“, односно за откуп на акционерскиот капитал и по други основи. Зависно од волјата на потенцијално понудениот во поглед на прашањето да биде преземено или не, се создава и квалификацијата пријателски и непријателски преземач/упатувач на понудата за откуп на акционерскиот капитал.

Во деловната практика и правната теорија, отсуството на волја од страна на менаџментот да биде преземено друштвото, се квалификува како непријателско преземање (*перцепција за непријателско преземање за што подоцна детално ќе елаборираме*).⁴³ Сепак, понудувачот стекнува статус на преземач само во случај кога понудата за преземање му биде успешна, а тоа значи ако понудените лица ја прифатат најмалку во обем кој ќе им овозможи стекнување на контрола на вложениот капитал.⁴⁴

Преземач (*понудувач во правната литература*) е секое правно и физичко лице кое со завршување на постапката на преземање се стекнал со контрола на вкупниот вложен капитал во друштвото. Да се каже дека едно лице има контрола на вкупниот вложен капитал на друштвото значи дека тоа лице со купување на гласачки акции од вредност може да одлучува во управувањето на друштвото⁴⁵. Доминантниот однос на секој акционер во друштвото, се мери со неговата можност да учествува во собранието на акционери и на тој начин да може да разрешува постојани членови или да именува свои членови во органот на управување.

Во поширока смисла, преземач може да биде секое лице кое на кој било начин ја стекнал гласачката контрола над одредено друштво. Во поглед на обврските коишто за понудувачот произлегуваат од ЗПАД, битно е да се

⁴³ Според становиштата на проф. Sorrell непријателските преземања во практиката најчесто не се непријателски бидејќи акционерите сакаат да ги продадат своите акции, работниците сакаат да има промена на кадровската политика и условите за работа, единствено тоа не им одговара на извршните директори кои се водат од личните интереси. Оттука, нема основа таквата фактичка состојба да се третира како „*непријателско преземање*.“ Види повеќе за критериумите за непријателско преземање кај: Sorrell M., Hostile takeover, Lectures, Oxford Union Society, <http://bit.ly/MartinSorrellTheChangingWorld>, [пристапено на 08. Август, 2015].

⁴⁴ Јовановић Н., Преузимање акционерских друштва, str.30.

⁴⁵ ЗТД, 215 (1/1).

нагласи дека пред да го поднесе барањето за добивање дозвола за понуда за откуп, понудувачот го депонира паричниот износ потребен за плаќање на сите хартии од вредност на кои се однесува понудата за откуп на посебна сметка на Централниот депозитар за хартии од вредност (ЦДХВ). По барањето за добивање дозвола за понуда за преземање, Комисијата донесува решение најдоцна во рок од десет работни дена, од денот на приемот на комплетното барање, односно најдоцна во рок од 25 работни дена, доколку се работи за понуда со хартии од вредност за замена од членот 15 од ЗПАД (ЗПАД, 31 (3)). Интересно за анализа е прашањето за конвалидација на отсуството на дозвола, во случај кога комисијата за хартии од вредност паднала во задоцнување, во поглед на известувањето, или погрешно ги утврдила фактите од претходно. Со оглед на фактот дека не е изречно наведено, претпоставка е дека отсуството на дозвола ја оневозможува постапката, меѓутоа истовремено, факт и законски уредено е дека против решението на Комисијата може да се изјави жалба во рок од 15 работни дена до Државната комисија за одлучување во управна постапка и постапка од работен однос во втор степен. Жалбата не го одлага извршувањето на решението на Комисијата. Конечно, комисијата ја пропишува документацијата што се поднесува кон барањето за издавање на дозвола за понудата за преземање.

Понудувачот е должен извадокот од проспекто за откуп и понудата за откуп за која Комисијата претходно дала дозвола. Понудата за откуп се објавува и на веб-страницата на берзата. Во моментот кога понудата ќе биде прифатена од страна на понудениот, се смета дека е постигната согласност за суштествените состојки на договорот. Попрецизно, Понудата за преземање се прифаќа од страна на имателите на хартии од вредност, издадени од целното друштво со писмена изјава за прифаќање на понудата за преземање (во натамошниот текст: изјава за прифаќање на понудата). Во поглед на ова решение во врска со понудата, интересен е фактот дека, а и согласно ЗОО во член 18, изречно е утврдено дека договорот е настанат кога акцептот ќе пристигне до понудувачот (*теорија на прием*). Во поглед на испорачувањето на акцептот, постојат одредени специфики коишто ги предвидува ЗПАД и тоа во делот на субјектот којшто има овластување понудата да ја трансформира во договор. Оттука и решението според коешто изјавата за прифаќање на

понудата се испраќа на овластеното правно лице од членот 20 од ЗПАД, при што имателите на хартии од вредност ги резервираат хартиите од вредност на посебна сметка во овластениот депозитар и не можат повеќе да располагаат со нив. За нагласување е фактот што понудениот има обврска да ја достави изјавата на волја до банката, брокерската куќа која настапува со статус на застапник на понудениот. Ваквото решение го констатираме и од член 60 (1) ЗПАД. Конечно, понудата за откуп на акционерскиот капитал е условена од претходно добиена дозвола од комисијата за хартии од вредност. Поинаку, ова дозвола е *condition sine qua non* за упатувањена понуда за откуп на акциите.

1.3. Повлекување на понуда за преземање на акционерски друштва

Повлекувањето на понудата за откуп на акционерски капитал, или повлекување на понудата за преземање на акциите претставува општо концепт прифатен во правната литература како можност понудувачот да ја спречи обврската за исполнување на содржината на понудата, односно да ја спречи перфекцијата на понудата.

Спречувањето на перфекцијата на понудата преку повлекувањето на истата може да произведе правно дејство единствено ако понудата сè уште не е пристигната до понудениот. Од тој момент, според ЗОО, понудата станува перфектна и истата го обврзува понудувачот на содржината на којашто се обврзал, согласно условите од понудата. ЗОО во поглед на обврзувачкиот карактер на понудата, го предвидел член 28 истакнувајќи дека понудувачот е врзан со понудата *освен ако ја исклучил својата обврска да ја одржи понудата, или ако тоа исклучување произлегува од околностите на работата*.⁴⁶ Иако законодавецот изречно не направил разлика помеѓу повлекувањето и отповикувањето, во правната литература направени се бројни и темелни анализи во поглед на различните правни ефекти од

⁴⁶ Можноста да се исклучи обврзувачкиот карактер на понудата е во согласност со меѓународните извор на правото и тоа Виенската конвенција за меѓународна продажба на стока (1980), како и под влијание на англосаксонскиот модел на концепт на понуда. Види повеќе за ова: Тушевска Б., Понуда кон неопределни лица – општа понуда, Правник, Скопје, 2008, стр. 16.

повлекувањето и отповикувањето на понудата.⁴⁷ Сепак, независно од општиот поим на повлекувањето на понудата, во контекст на понудата за преземање на акционерски капитал, ЗПАД изречно предвидува дека по објавувањето на понудата за преземање *и до истекот на рокот за нејзино прифаќање*, преземачот може, *ако тоа е предвидено во проспекто*т да ја повлече *понудата* и да отстапи од договорите кои биле склучени со прифаќањето на таквата понуда, ако друг преземач даде конкурентска понуда. Согласно решението од ЗПАД член 45 (2), преземачот е должен најдоцна во рок од еден работен ден да го објави повлекувањето на понудата за преземање. Повлекувањето има важност со денот на објавувањето. Истовремено, со објавување на повлекувањето на понудата за преземање, преземачот мора да ги извести Комисијата и овластениот депозитар. Со денот на објавување на повлекувањето на понудата за преземање, договорите склучени со прифаќање на повлечената понуда се сметаат за раскинати (ЗПАД, член 45/4/5).

Анализирајќи ги решенијата од ЗОО коишто се однесуваат на обврзноста на понудата и доведувајќи ги истите во врска со решенијата за повлекување на понудата, во смисла на член 45 од ЗПАД, констатиравме дека ставот 2 којшто се однесува на рокот од еден работен ден, не предвидува од кој момент почнува да тече рокот од еден работен ден. Исто така, во ставот 1 од член 45 од ЗПАД, услов за да се повлече понудата е тоа да е предвидено во проспекто за откуп на акциите. Ако тргнеме од поимањето на повлекувањето на понудата во смисла на ЗОО, нема основа по којашто треба да се предвиди услов за повлекување. Попрецизно, повлекувањето на понудата пред истата да пристигне до понудениот (*пред да произведе правно дејство*), е можно независно од претходното предвидување на таа можност. Оттука и предвидувањето на повлекувањето во проспекто *conditio sine que non* за полноважноста на повлекувањето.

Заслужува коментар и ставот 4 од член 45, во контекст на обврзувачкиот карактер и можноста за повлекување. Ако понудата е повлечена пред да пристигне до понудениот, нема договор. Оттука, нема ни што да биде раскинато. Иако законското решение од ставот 4 на член 45 на ЗПАД

⁴⁷Draškić M., Međunarodno privredno ugovorno pravo, Beograd, 1977, str. 85.

предвидува: Со денот на објавување на повлекувањето на понудата за преземање, договорите склучени со прифаќање на повлечената понуда се сметаат за раскинати. Точно е дека ова решение се претставува *differencia specifica* за ова проблематика, меѓутоа договор што не настанал поради повлекувањето на понудата, не може да биде ниту раскинат.

ВТОРА ГЛАВА

ПОИМ И ВИДОВИ ПРЕЗЕМАЊЕ НА АКЦИОНЕРСКИ ДРУШТВА

1. Поим на преземање на акционерските друштва

Преземањето контрола над акционерското друштво преку откуп на акционерскиот капитал е појава која е во најтесна релација со развиените пазарни економии уште од 70-тите и 80-тите години на минатиот век, и тоа посебно во Велика Британија и САД. Во останатите земји на западниот свет преземањето се појавило подоцна.⁴⁸

Историскиот развој на правото на преземање во Европа е плод на долгогодишна работа и разрешувања на дискрепанцата помеѓу земјите членки на ЕУ, и обидот за хармонизација на легислативата којашто се однесува на правото на преземање и допуштеноста на мерките за и против преземање на едно акционерско друштво од друго. Долгиот процес на хармонизација ја потврдува сложеноста на правото на преземање, како и проблемите во

⁴⁸ Armour J., Skeel D. A., Who Writes the Rules for Hostile Takeovers, and Why? The Peculiar Divergence of US and UK Takeover Regulation, University of Pennsylvania Law School Penn Law: Legal Scholarship Repository, 2007, p. 1729.

развојот на преземањето на акционерските друштва, особено поради фактот што националните правни системи во процесот на хармонизација на правото на преземање на компаниите, инсистирале на примената на националното законодавство, односно негова доминација.⁴⁹

По неколку неуспешни обиди во 2004 година, усвоена е Директивата на Европската Унија за преземање, односно „понуда за откуп.“⁵⁰ Директивата опфаќа минимални барања од државите членки, а остава поголем простор на државите членки да уредат бројни и различни прашања поинаку од правилата во директивата. Попрецизно, во рамки на директивата предвидени се бројни резервни норми коишто нудат можност за отстапувања, а во отсуство на национално решение, претставуваат резерва во поглед на уредувањето на конкретно прашање.

Основната идеја на земјите членки, во поглед на донесувањето на ова Директива, се однесува на создавањето правна основа за реализирање на економски реформи во Европа и јакнење на конкурентноста помеѓу компаниите, зголемувањето на профитот преку создавање на глобални компании во услови на целосна либерализација на пазарот на стоки и услуги. Во основа како што нагласивме и на самиот почеток, корените на ова Европска правна рамка за „откуп на акциите“ се однесува на унифицирање на правните правила во поглед на преземањето на компаниите и создавање на европски и светски „гиганти на трговски друштва,“ со седишта, филијали, подружници и експозитури ширум светот. Во контекст на остварувањето на ова идеја, најголем придонес имаше концептот на мајка – ќерка трговски друштва, коишто пенетрираат во што поголем дел од пазарот. Со создавањето на правна рамка за унифицирана продажба на стоки и услуги, во 2004 година ЕУ процени дека покрај прометниот аспект на трговијата, клучно за остварување конвергентност,

⁴⁹ Papadopolus T., EU law and the Harmonization of Takeovers in the Internal Market, European monographs series, Kluwer Law International, Wolters Kluwer, 2010, p. 16.

⁵⁰ Directive 2004/25/EC of the European Parliament and of the Council of 21 April 2004 on takeover bids. Иако станува збор за едно од најзначајните статусни прашања на ова проблематика, практиката покажа дека постигнувањето компромис помеѓу државите членки на ЕУ во поглед на ова проблематика воопшто не е едноставно. Ако направиме паралела со меѓународните извори на полето на меѓународната продажба на стоки и услуги и процесот на усвојувањето на Виенската конвенција за меѓународна продажба на стока (1980) година, како аргумент ќе го апострофираме карактерот и правната природа на прашањето за преземањето, и отсуството на волја и интерес на државите членки да направат отстапка. Компарирано со компромисот во поглед на регулативата за продажба, ова е сосема логична појава ако се земе предвид фактот дека продажбата е основниот правен инструмент којшто ја одржува економијата глобално.

со глобализацијата и либерализацијата на пазарот, е унифицирање и на правниот режим на неколку статусни прашања, меѓу кои и преземањето на трговските друштва.

In concreto, целта на Директивата е да помогне во унапредување на интеграцијата на европскиот пазар на капитал, креирајќи услови за создавање на корпоративна контрола на пазарот со ефикасен механизам на преземање. Отстапувањата што ги содржи Директивата се на национално ниво, давајќи ја само правната рамка, а на државите членки им е дадено полно право со свои правила да решаваат одредени прашања. Имплементацијата на Директивата во државите членки се одвивала постепено, со повеќе различни прописи.

Ефектите од имплементацијата на Директивата не биле исти во сите држави членки. Според мислењето на неколку автори⁵¹ од корпоративната сфера на правото, имплементацијата на директивата не довела до поголеми реформи, особено кај оние држави кај кои веќе постоеле воспоставени правила за правото на преземање, односно „откупувањето на капитал“ помеѓу капиталните друштва. Меѓутоа, хармонизацијата на правилата за преземање повеќе била важна за малите држави, особено кај оние кај кои правилата за постапката на преземање сè уште не биле познати. Таквата фактичка состојба, логично произлегува и од фактот што помалите економии се базираа на помалу трговски друштва кои немаат ништо против да бидат преземени од страна на странска компании. Во малите економии, овие преземања се третираат како странски инвестиции, кои во финансиска смисла значат прилив на капитал, и подобрување на економските просперитети на друштвото. Ова особено конвергира со интересите на акционерите чијшто интерес се базира на остварувањето на профит од продажбата на акциите на поголемо трговско друштво.

Сепак, ефектот од преземањето во еден дел е врзан за прописите кои го олеснуваат или отежнуваат преземањето. Освен правната рамка, според која, законите кои ја уредуваат постапката за преземање се еден сегмент, општественото и политичко уредување, развојот на пазарното стопанство, институционалната поддршка и други фактори, кои се надвор од правниот

⁵¹ Berger D.J., A Comparative Analysis of the takeover regulation in the European Community, *Law and contemporary problems*, Vol. 55: No. 4, 1992, p. 54.

систем на една земја и имаат големо влијание на развитокот на преземањето во која мера и каков ќе биде ефектот од преземањето.⁵² Во насока на ова, деловната политика што ја креира секоја Влада, во рамките и надвор од рамките на ЕУ, има суштествена улога во креирањето на правниот режим и условите за преземање на едно акционерско друштво од страна на друго. Зависно од потребите и сфаќањата на секоја национална економија и политика, се креира и правната рамка и се усогласуваат условите за преземање со режимот на ЕУ.

Доброто корпоративно управување овозможува одржување на економскиот развој преку засилување на перформансите на компаниите и подигнување на нивото на нивен пристап кон надворешни извори на капитал, се со цел компаниите да станат профитабилни, да се поддржува нивниот развој, да има добра бизнис клима, да се освојуваат нови пазари или да се зголемува учеството во постојаните пазари, да се намалува конкуренцијата итн. Корпоративното управување во суштина е стратегија на менаџирање, па во таа смисла кога ќе дојде до лошо работење на друштвото и кога незадоволните сопственици ќе почнат да ги продаваат своите акции чија цена е ниска, се активира механизмот на контрола на пазарот. Лошото работење ќе предизвика или стечај на друштвото или преземање од страна на друго друштво.⁵³ Преземањето, како опција за финансиска рехабилитација на друштвото и спречување на бришењето на друштвото од регистарот, најчесто е резултат на фактот што во тој момент акционерите под страв дека ќе изгубат сè што вложиле, ги продаваат своите акции по многу поволни, односно ниски цени. Имајќи во предвид дека пазарот на капитал е еден од најважните сегменти за развојот на стопанството на секоја држава, во интерес на друштвата е оваа област правно да биде регулирана, усогласена со светските регулативи и практики, и конечно, компатибилна со интересите на државата,

⁵² Cikotić A., *Pravo preuzimanju Evropskoj Uniji*, Pravni zivot, 2000, str. 87.

⁵³ Поголемите и развиени економски сили во фазите на стечајна постапка честопати го реформираат друштвото, односно пристапуваат кон процес на реорганизација. Реорганизацијата не значи преземање на друштвото, бидејќи не се однесува на купување на капитал, туку најчесто на трансформирање на побарувањата на доверителите во нивни влогови, со нова стратегија за раст и развој. Сепак, во помалите економии искуствата покажуваат дека вистинскиот правец за одржување на друштвото е преземање, а не реорганизација. Во Република Македонија *in concreto*, беа направени голем број реорганизации коишто покажаат дека целта на доверителите не се однесуваше на реорганизирање и финансиско рехабилитирање на друштвото, туку на негова злоупотреба.

per se и останатите стејхолдери во постапката.

Целта на правното уредување на преземањето е создавање на правна рамка за преземање на акционерски друштва која ќе обезбеди транспарентност на постапката, информирање на акционерите и на другите заинтересирани субјекти и заштита на акционерите, особено на малцинските акционери во постапката на преземање и нивно ставање во рамноправна положба со големите акционери кои се појавуваат како купувачи.⁵⁴ Суштината на заштита на малцинските акционери во постапката на преземањето е во имплементацијата на еднаквиот третман на акционерите, односно забраната за дискриминација од аспект на цена на откуп на акциите. Поинаку кажано, заштитата се состои во тоа што потенцијалниот стекнувач, согласно Директивата и националните законодавства, е принуден на останатите акционери да им понуди откуп на нивните акции од моментот кога ќе стекне сопственост над акционерското друштво, под истите услови и цена под коишто тоа го направил за останатите носителите на мнозинскиот пакет на акции. Законскиот механизам којшто придонесува кон имплементација на овој вид на заштита на малцинските акционери, е обврската на органите на управување за објавување на јавната понуда за преземање и цената која се нуди за акција која е предмет на понуда.⁵⁵ На ниво на национални правни режими и Европска рамка, преземањето (takeover) се подразбира како збир на работи со кои едно лице (преземач) стекнува удел/капиталот над целното друштво, што му овозможува контрола и управување во тоа друштво.⁵⁶ Водејќи сметка за заштитата на правата на малцинските акционери, во контекст на поимањето на преземањето, односно „откуп на акции,“ предвидено е дека малцинските акционери не може да се доведат во позиција да останат со непродаден капитал, или продаден капитал под цената понудена на носителите на мнозинскиот пакет на акции. Во контекст на ова е решението на ЗПАД на Република Македонија, глава 9 насловена како - *посебен третман на малцинските акционери*. Во овој дел од ЗПАД, законодавецот преку концептот

⁵⁴ Payne J., Schemes of Arrangement, takeovers and minority Shareholders Protection, Brussels, Cited by 3, 2010.

⁵⁵ Baroš N. Neprijateljsko preuzimanje akcionerskih društava I načelo stroge neutralnosti uprave ciljnog društva, Ekonomski fakultet Banja Luka, 2012, 211-212

⁵⁶ Petriki; R. Odbrambene strategija preduzeća protiv tzn. „neprijateljskog preuzimanja“-hostile takeover, Pravni život, 11/2000, str.353

на принудна продажба и купување, максимално и согласно Европските стандарди и правни правила, ги заштитил малцинските акционери во постапката за преземање. Законодавецот водел сметка и за заштита на правата на преземаачот, во случај кога малцинските акционери не сакаат да ги продадат своите акции, од која било причина. Во практиката тоа најчесто се одразува и на управувањето, иако преземаачот има преку 95% контрола на капиталот, во смисла на ЗТД може да ги донесе сите одлуки во интерес на друштвото и сопствениот интерес. Оттука, според ЗПАД, чл. 63 предвидено е дека во случај кога преземаачот во постапката за преземање се стекнал со најмалку 95% од хартиите од вредност на целното друштво, тој има право да ги купи и хартиите од вредност на останатите акционери коишто не ја прифатиле понудата за преземање. Купувањето на хартиите од вредност кон коишто е упатена понудата за преземање/откупување, се реализира под условите определени во понудата за преземање. Во реализирањето на ова постапка, клучна е улогата на централниот депозитар за хартии од вредност, којшто во процесот на принудна продажба на акциите, се јавува како посредник на понудувачот и на носителите на акционерски капитал коишто не ја прифатиле понудата. Конкретно, преземаачот којшто решил да го купи целокупниот капитал на конкретното трговско друштво, користејќи го своето право од член 63 (3), има обврска до овластениот депозитар да поднесе барање за принудна продажба на хартиите од вредност на акционерите кои не ја прифатиле понудата за преземање, во кое барање ги наведува условите за купување на хартиите од вредност. Истовремено, преземаачот е должен да изврши уплата на паричниот износ потребен за откуп на хартиите од вредност на посебна сметка на овластениот депозитар.⁵⁷ Во постапката за принудна продажба, плаќањето се третира како нетрговски пренос во овластениот депозитар. Во поглед на ваквите трансакции, законодавецот ја исклучил примената на член 72 од ЗХВ којшто се однесува на секундарното тргување со хартии од вредност.⁵⁸ Во

⁵⁷ Во постапката за реализирање на откупот на акциите, овластениот депозитар ги известува сите акционери за поднесеното барање за принудна продажба и ги повикува сите акционери да достават податоци за сметка во банка на која ќе им се изврши уплатата за продадените хартиите од вредност врз основа на принудната продажба (ЗПАД, чл. 63 (4)).

⁵⁸ Секундарно тргување со хартии од вредност се врши преку берза на хартии од вредност (во натамошниот текст: берза) овластена од страна на Комисијата. Купопродажните трансакции кои се однесуваат на секундарното тргување со хартии од вредност, надвор од ова постапка, повлекуваат ништовност. Сепак, во поглед на кракорочите хартии од вредност, тргнувајќи од

рамки на заштитата на правата на малцинските акционери, законодавецот ја предвидел концепцијата принудно купување на хартии од вредност. Имплементацијата на ова законско решение, во најголема мерка, придонесе кон заштита на правата на малцинските акционери. Преку имплементацијата на овој концепт, законодавецот го задолжи преземачот којшто ја изјавил својата намера за преземање кон целното друштво, да ја направи истата понуда и кон малцинските акционери. Токму ова законска обврска ги заштитува акционерите од дискриминација и различен правно-економски третман од страна на преземачот. Изразено преку законско решение, ЗПАД, член 64 (1) предвидува дека во случај преземачот во постапката за преземање да се стекне со најмалку 95% од хартиите од вредност на целното друштво, тој има обврска да ги купи и хартиите од вредност на останатите акционери кои не ја прифатиле понудата за преземање. Ова законска концепција на принудно купување на акциите претставува исклучок од начелото на слободна автономија на волјата на договорните страни, како основен принцип на којшто се засноваат облигационите односи во правниот промет.⁵⁹ Законодавецот *in concreto*, проценил дека заштитата на малцинските акционери во контекст на преземањето на друштвото, единствено може да се овозможи преку имплементирање на конкретен исклучок во поглед на начелото на слободното уредување на облигационите односи. Тргувајќи од свесното исклучување на едно од најзначајните начела на облигационото право, јасно е на кое ниво на значење е покрената заштитата на малцинските акционери во постапката на преземање. Обврската за упатување на понуда за преземање на малцинскиот пакет на акции, произлегува во случај кога малцинските акционери кои не ја прифатиле понудата, упатиле барање за принудно купување до овластениот депозитар (ЗПАД, член 64 (1)).⁶⁰

потребата за симплифицирање на постапката, законодавецот предвидел исклучок и тоа: купувањето и продавањето на краткорочни хартии од вредност и на државни обврзници (освен обврзниците издадени за исплатување на депонираните девизни влогови на граѓаните и обврзниците за денационализација) и реализација на репо-договори може да се врши и на пазари преку шалтер организирани од страна на Народната банка на Република Македонија во соработка со Министерството за финансии (ЗХВ, член 72/3).

⁵⁹ ЗОО, член 3 – слобода на уредување на облигационите односи. Учесниците во прометот слободно ги уредуваат облигационите односи во согласност со Уставот, законите и добрите обичаи.

⁶⁰ Во интерес на почитувањето на начелото на рамноправност на страните во облигациониот однос, законодавецот предвидел решенија со кои истовремено се забранува злоупотребата на концептот на принудно купување, преку внесување на разумни рокови во кои малцинските

Понудувач е секое физичко или правно лице кое упатило или има обврска да упати понуда за преземање на акциите на едно целно друштво. Тоа лице може да дејствува самостојно, а може и заедно со други лица. Упатувањето на понуда подразбира законски начин на објавување, откако ќе се добие одлука од Комисијата за хартија од вредност дека објавувањето е одобрено. Обврската за упатување на јавна понуда за преземање постои во два случаи: *прво ако се исполнети условите за објавување на задолжителна јавна понуда за преземање*, и *второ ако лицето дало известување дека има намера за преземање*. Веќе ја спомнавме разликата помеѓу понудувач и потенцијален понудувач каде понудувачот има обврска да упати јавна понуда, а потенцијалниот понудувач може да биде секое заинтересирано лице со намера да упатат понуда за преземање, но без обврска да го направи тоа, бидејќи потенцијалиот понудувач е со статус на лице кое намерава (*намерата не обврзува*) да упати понуда која има обврзувачки карактер. Во правната теорија, застапено е гледиштето дека во фазата на создавањето на намерата (*утврдувањето на вредноста на инвестицијата за откуп на акционерскиот капитал*) за откуп на акциите, фазата на проценување дали вреди да се откупат акциите на конкретното друштво, улогата на одборот на директори, во насока на преземање на мерки против непријателското (*непријателско за органот на управување, не мора да значи дека тоа е непријателско и за сопствениците на акции*) преземање е клучна. Членовите на одборот на директори коишто немаат предвидено мерки на одбрана од непријателско преземање во основачкиот акт, дејствуваат фактички во фазата на создавањето и упатувањето на намерата за преземање од страна на потенцијалиот преземач. Во ова фаза (*пред формално-правното упатување на понудата за преземање*), одборот на директори од потенцијалниот понудувач ќе се одбрани ако го спречи преземањето на правна или фактичка контрола, а преземањето упатено кон целното друштво, може дури и да го одврати потенцијалниот

акционери може да го користат своето право на продажба на малцинскиот пакет на акции. Акционерите кои не ја прифатиле понудата за преземање, можат да поднесат барање за принудно купување до овластениот депозитар во рок не подолг од 90 дена од денот на објавувањето на решението на Комисијата за успешност на понудата за преземање во „Службен весник на Република Македонија“. Со барањето, акционерите кои не ја прифатиле понудата за преземање, поднесуваат и писмена изјава во смисла на член 38 од ЗПАД. Во контекст на ова, изјавата за прифаќање на понудата се испраќа на овластеното правно лице при што имателите на хартии од вредност ги резервираат хартиите од вредност на посебна сметка во овластениот депозитар и не можат повеќе да располагаат со нив.

понудувач од намерата да упати јавна понуда⁶¹.

Превземач е секое физичко или правно лице кое по завршување на постапката на преземање, стекнало контрола на капиталното учество во целното друштво. Предметот на понудата и понудените лица се поврзани поими. Додека предмет на јавна понуда за преземање се преносните хартии од вредност, со право на глас во целното друштво (гласачки капитал), понудени лица се имателите на хартии од вредност, што се предмет на јавната понуда за преземање. Овие лица правото на глас го стекнуваат во моментот на стекнување на акции. Акциите со право на глас се основен предмет за стекнување јавна понуда за преземање, а имателите на акции (акционерите), се лицата на кои јавната понуда е упатена.

Целно (таргетирано) друштво е секое акционерско друштво кон коешто е упатена јавна понуда за преземање, односно друштво во кое понудувачот сака да стекне сопственичко капитално учество. Во повеќето национални прописи за преземање, потенцијално целно друштво може да биде секое акционерско друштво кај кое постои слободен пренос на акции и чии акции котираат на овластена берза - отворени акционерски друштва.⁶²

Компаративно-правно, во најголем дел од правните системи, преземањето се однесува на отворените акционерски друштва, или на акционерските друштва генерално.⁶³ Нашиот ЗТД и нашата правна теорија не зборува за отворени и затворени акционерски друштва, туку овие два типа на друштва ги подредува под еден концепт на акционерско друштво со карактеристики на отворено.⁶⁴ Од друга страна, правната регулатива за преземање во Велика Британија се однесува на сите капитални друштва вклучувајќи ги и друштвата со ограничена одговорност, без оглед на фактот дали акциите котираат на берза⁶⁵. Сепак, да се преземе може секое друштво кое нема ограничување на преносот на акции, односно отворено друштво. Во светската корпоративна практика, тргнувајќи од карактерот на капиталните

⁶¹ Радовић В. Мере одбране акционерског друштва од преузимање контроле, Београд, 2008, стр. 6

⁶² Hay D., The public Joint Stock Company: Blessing or curse, Oxford OX1 3DW, U.K., 1990, p. 3.

⁶³ Види повеќе за ова: Joint stock companies act 1856, United Kingdom.

⁶⁴ Ваквата констатација ја базираме на решенијата кои што се однесуваат на карактеристики на акционерското друштво во поглед на преносот на акции, престанувањето на друштвото, основите за истапување на акционер од акционерското друштво, наследувањето на акциите итн.

⁶⁵ Јовановић Н. "Преузимање контроле акционерских друштава", 1994, 1120, Мањкавости српског правног режима преузимање акционерских друштава, 2004, 98

друштва, слобода на преносот на хартиите од вредност, оттука и слободата во откупот на акции, се врзува за акционерските друштва.

Институтот Јавна понуда на акциите е воведен и во правата на друштвата на Република Македонија за да се избегнат ризиците со сукцесивен откуп на акции, односно натрупуваат акции на подолг период.⁶⁶ Јавната понуда овозможува пристап на пазарот на капитал од страна на кој било субјект кој има намера да ги откупи акциите во конкретно друштво. Преземањето не мора да се третира само од аспект на пријателско и непријателско. Во деловната корпоративна практика познато е преземање во интерес на подобрување на економските просперитети на конкретно друштво. Оттука, ваквото преземање би било пријателско, првенствено за интересите на друштвото.

Во Република Македонија, со ЗПАД утврдени се начелата коишто претставуваат фундамент врз којшто се спроведува постапката за преземање, откуп на акционерскиот капитал. Не/почитувањето на овие начела, во основа, го рефлектира законското или незаконското преземање на капиталот во друго трговско друштво. Земајќи предвид дека мал е бројот на ограничувачки мерки во законската рамка, и дека тешко е лоцирањето на повредата на постапката за преземање, посебно во делот на непријателското преземање и мерките против него, од исклучително битно значење е темелното познавање на начелата на кои се базира целокупното преземање.

Основните начела врз кои се темели преземањето, а кои се утврдени во ЗПАД се:

- *Сите акционери на акционерското друштво на кои се однесува понудата на преземање се **рамноправни** во постапката на преземање;*⁶⁷
- *Доколку кое било правно или физичко лице стекне сопственичка контрола во друштвото, сите други акционери во акционерското друштво **мора да бидат заштитени**;*⁶⁸

⁶⁶ Нетков М.,Беличанец Т.,Градишка-Лазаревска Е. Право на друштвата, Книга втора, Скопје 2009 стр.505

⁶⁷ Законодавецот го извојува начело на рамноправност со цел да ја алармира рамноправноста помеѓу акционерите во постапката за преземање, не рамноправноста според општиот концепт на рамноправност утврден во ЗОО во делот на учесниците во облигационите односи. Види: ЗОО, член 4 – учесниците во облигациониот однос се рамноправни.

⁶⁸ Овој принцип на заштита е изразен преку концептот на принудна продажба на акциите имплементиран во решението од член 64 од ЗПАД.

- *Акционерите во акционерското друштво на кое се однесува понудата за преземање, мора да бидат целосно, точно и навремено информирани за понудата, за да имат доволно време правилно да ја оцената понудата, да ги дефинираат своите интереси и да донесат одлука за прифаќање или одбивање на понудата. Предвидувањето на ова начело во постапката за преземање игра суштествена улога во законитото спроведување на постапката. Почитување на начелото на благовремено информирање на понудените, со јасни и прецизни податоци кои се однесуваат на понудата за преземање, влијае врз слободното и јасно изразување на волјата на понудените акционери, или акционерите кои што базично ја одбиле понудата, меѓутоа дополнително поднеле барање за принудно купување на акции до овластениот депозитар.*
- *Одборот на директори, односно управниот и надзорниот одбор на акционерското друштво на кое се однесува понудата за преземање во текот на спроведување на постапката за преземање, мора да дејствуваат во интерес на акционерското друштво како целина и не смеат да ги одвраќаат сопствениците на хартии од вредност од можноста да одлучуваат за предностите на понудата за преземање;*

Во рамки на овој принцип, содржана е суштината на концептот на допуштеност и недопуштеност на статутарните мерки против непријателското преземање. Во овој принцип е содржана забраната за преземање на непријателски мерки, во отсуство на волја на носителите на капитал. Овој принцип ги штити акционерите од мерките на одборот на директори, насочени кон преземање кое е во интерес на сопствениците на акции.

- *Понудувачот и акционерското друштво на кое се однесува понудата за преземање, должни се постапката за преземање да ја спроведат во најкус можен рок, за да акционерското друштво на кое му е понудено преземање, не биде спречено во своето работење подолго време од оправданото;*

Во низата начела кои се однесуваат на постапката за преземање, законодавецот предвидел и принцип на заштита на пазарот на капитал.

Имплементацијата на ова начело има исклучителна важност, не само во постапката за преземање, туку и воопшто во правната сигурноста и економската законитост на пазарот на хартии од вредност. Во контекст на ова, членовите на одборот на директори *не смеат со своето дејствување на пазарот на хартии од вредност да предизвикаат пореметувања кои како последица би придонеле за вештачко подигање или намалување на цената на акцијата на друштвото на кое му е понудено преземање.*⁶⁹

Основните начела обезбедуваат еднаков и рамноправен третман на сите учесници во преземањето, акционерите, понудувачот и управата на друштвото; заштита на акционерите, транспарентност во процесот на преземање и безбеден и навремен пренос на сопственост и паричните добивки на акционерите.

ЗПАД сите овие начела ги предвидува низ постапката за начинот и условите за купување на хартии од вредност на акционерското друштво од страна на физичко или правно лице кое се стекнало, или има намера да се стекне со учество што му обезбедува 25% од правата на глас, што произлегуваат од хартиите на вредност на тоа акционерско друштво.

Изборот на прагот од 25% од гласачките права се заснова на фактот дека доколку некој располага со повеќе од 25% гласови на Собранието на друштвото, тој има можност за запирање на донесувањето на битни одлуки, односно се стекнува со учество во управувањето.⁷⁰ ЗПАД се применува на хартии од вредност на акционерските друштва со посебни обврски за известувања. Тоа се друштва кои извршиле јавна понуда на хартии од вредност или имаат основна главнина од 1 милион евра и повеќе од 50 акционери или се котирали на берза.⁷¹

Во низата принципи на кои се базира преземањето, суштествена е улогата на начелото на непристрасност на управата, во поглед на законското спроведување на постапката, фаворизирање на одредени конкуретни понуди за преземање, и конечно, заштита на акционерите и друштвото како правно

⁶⁹ За имплементацијата на принципите во постапката за преземање види повеќе: Summary of European Parliament and Council Directive 2004/25/EC of 21 April 2004 on takeover bids. <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/HTML/?uri=URISERV:l26012a&from=EN>, [пристапено на 11.09.2015].

⁷⁰ Прирачник за преземање на акционерски друштва, 2009 Скопје, Комисија за хартии од вредност на Република Македонија

⁷¹ ЗХВ, член 2, точка 2.

лице. Комплексноста на утврдувањето на повредата на некои од овие начела, единствено може да се редуцира преку темелно анализирање и познавање на мотивите за преземање, лоцирани кај потенцијалниот понудувач, и понудувачот којшто јавно ја изразил својата намера за преземање. Тргувајќи од специфичноста на ова проблематика, предмет на анализа ќе биде и влијанието на мотивите за преземање контрола над таргетираното друштво.

2. Мотиви за преземање контрола над целното друштво

Проучувањето на проблематиката за *„мотивите за преземањето односно откупот на акции“* во конкретно друштво, игра суштествена улога во лоцирањето на незаконските дејствија кои се однесуваат на преземањето. Во принцип, мотивите и правната аргументација во целост се неконвергентни помеѓу себе. Попрецизно, правната аргументација нема никакви допирни точки со мотивацијата за преземањето на конкретни активности, меѓутоа со оглед на специфичноста на проблематика, влијанието на активностите и мерките пред упатувањето на понудата за преземање на конкретно друштво (фазата на создавањето на намерата), се исклучително битни за осознавање на фактичката состојба и проценка на правната допуштеност во поглед на преземањето.

Со цел темелно елаборирање на мерките на одбрана што ги презема целното друштво за да се одбрани од преземање, на мислење сме дека нужно е да се анализираат основните мотиви кои го поттикнале преземачот да упати јавна понуда за преземање. Мотивите се релевантен елемент на целното друштво во преземање на одбранбени стратегии од некоку причини. Во најголем број случаи, акционерите креираат одбранбена стратегија водејќи се од мотивите коишто произлегуваат од третото лице, потенцијалниот понудувач за преземање. Во светската деловна практика, бројни се случаите кога мотивите на потенцијалниот преземач не произлегуваат од економските просперитети и реалната инвестиција во друштвото, туку од можноста да се злоупотреби правното лице на сметка на интересите на акционерите.⁷²

⁷² Adolff E.A., The Business Judgment Rule and Anti-Takeover Defensive Tactics: Ivanhoe Partners v. Newmont Mining Corp., St. John's Law Review, Volume 62, Issue 4, 1988, p. 721-734.

Во правните системи каде на управата на целното друштво ѝ се дадени поголеми овластувања за одбрана на друштвото од непријателско преземање, мотивите на понудувачот значат и правилна оценка на правната допуштеност на мерките на одбрана. Овде се бара да постои еден пропорционален однос меѓу усвоените мерки на одбрана и опасноста која му се заканува на целното друштво. Опасноста е субјективна категорија и како таква комплексна за утврдување. Во контекст на елаборирање на опасноста, првенствено се поставува прашањето: на кој се однесува опасноста – *органите на управување, акционерите, работниците, акционерското друштво како правно лице?*

Одбранбениот ефект на некои мерки на одбрана не може да се сфати без претходно утврдување на мотивите на преземачот. Креирањето на непријателски мерки по упатувањето на понудата, или за време на креирањето на намерата на понудувачот, е условена од сознанијата на понудените за вистинските цели и мотиви на преземањето на друштвото. Ставот и мерките на одбрана на целното друштво спрема понудувачот, особено се негативни во случаите кога управата на целното друштво и акционерите на друштвото имаат сознанија дека по преземањето на друштвото, интенцијата е да се ликвидира имотната маса на друштвото, односно имотот на друштвото да се продаде. Лоцирањето на вистинските мотиви за преземањето на друштвото е *condition sine que non* за преземањето на мерки против или во интерес на преземањето на друштвото. Ова е од причини што во моментот на поднесување на јавна понуда за преземање, деловната практика познава случаи на прикривање на вистинските мотиви на преземањето, презентирајќи оправдани причини за преземање. Практиката познава бројни случаи на трговски друштва кои биле преземени од страна на друго друштво, а за кратко време ликвидирани.⁷³

Желбата за зголемувањето на профитот, промена на управата која се покажала неефикасна, создавање на поголеми и помоќни трговски друштва, експлоатација на целното друштво за интересите на преземачот и управата, намалување на конкуренцијата, јакнење на пазарната позиција на друштвото и конкуренцијата, јакнење на пазарната моќ, експлоатација на преземеното

⁷³ Во поглед на постапките за преземање, и ликвидацијата на имотната маса по преземањето на трговското друштво, види повеќе: Zarin S., Y E., Merger & Acquisitions: Hostile takeovers and defense strategies against them, *School of Business, Economics and Law*, 2011, p. 1-45.

друштво во смисла на користење на неговите ресурси, синергичната добивка итн., се дел од мотивите кои може да се утврдат на страна на преземаачот во постапката за преземање.

2.1. Создавање на синергична добивка

Анализирајќи го прашањето за мотивите/стимулот за откуп на пакет-акции во друго друштво, констатиравме дека синергијата во процесот на преземање има битно место во листата на мотиви за преземање на таргетираното друштво. Консултирајќи ја европската и светска правна литература, деловната практика на трговските друштва, искуствата во постапките на преземање на трговските друштва, исто така, констатиравме дека синергијата како мотив за откуп на акции, посебно се актуелизира во периодот на глобалната светска криза од 2007 година.⁷⁴ Како потврда за тоа се бројните преземања и фузии на трговски друштва кои настанаа во сферата на осигурителните, шпедитерските, транспортните трговски друштва, банкарскиот⁷⁵ сектор итн.⁷⁶ Во правната и економската литература, синергијата се дефинира како здружување на деловни капацитети на две или повеќе трговски друштва и координирање на нивните правни и економски дејствија во насока на зголемување на нивниот профит.⁷⁷ Со преземањето на целното друштво се создава синергичен профит. Имено, тргнувајќи од економските предности, и тоа: намалување на фиксните трошоци, зголемување на конкурентноста со формирање на нови работни групи (порационално реорганизирање на работните групи), комбинација на ресурсите од двете

⁷⁴ Види повеќе за правните и економските ефекти од преземањето во периодот на финансиска криза: Jørgensen V. B., Jørgensen I.B., The Importance of Mergers & Acquisitions within the Danish banking sector during financial crisis, 2010, p. 1-79.

⁷⁵ Во периодот на големата финансиска криза, деловната практика во Република Македонија искуси едно пријателско преземање во делот на банкарскиот сектор. Société Générale ја преземе Охридска Банка во периодот на 2007 година, кога финансиска криза на глобално ниво не избегнувајќи ги земјите од Западен Балкан, придонесе кон потребите од реструктурирање и инвестирање на нов капитал во секторот. Види повеќе за ова: Press Release, Société Générale announces planned acquisition of Ohridska Banka, Paris, 2007 [пристапено на 08.08.2015].

⁷⁶ За бројните преземање во делот на транспортната, осигурителната, шпедитерската и воопшто логистичката сфера на деловен промет на стоки и услуги, види повеќе: Тушевска Б., Меѓународно правни аспекти на шпедицијата, Докторска дисертација, Скопје, 2011, стр. 329-370.

⁷⁷ Škrabec E., Usposobljenost za inovacijsko timsko delo v Delavski hranilnici, Globalisation challenges and the socioeconomic environment of the EU, 2013. str. 71.

трговски друштва и нивно порационално искористување, имплементацијата на заедничките технолошки достигнувања за заеднички цели, заеднички пласман на пазарот, зголемување и забрзување на производниот процес, барање за пласирање на нови пазари, поголема маркетинг-стратегија итн. Ефектите од синергијата можат да се појават во повеќе облици од кои во деловната практика како вообичаени се прифаќаат оперативниот и финансискиот облик на предности.⁷⁸

Придобивките од синергијата имаат поголемо значење и прифатеност од страна на стејхолдерите во случај кога станува збор за пријателско преземање. Имено, синергијата генерира ефекти коишто во одредени ситуации придонесуваат кон реструктурирање на друштвото, престанок на работниот однос на одредена категорија на субјекти, затворање на конкретен деловен потфат, преквалификација на одредена категорија на субјекти, промена на работното место на одредена категорија субјекти,⁷⁹ промена на претежната дејност или една од дејностите на друштвото итн. Сите овие промени кои се последица на синергијата кон којашто е фокусиран преземачот на друштвото, негативно се одразува на статусот на работници. Сепак, нивното влијание во контекст на отежнување на постапката е минимално, попрецизно, немаат влијание. Доколку волјата за преземање стои на страната на носителите на акционерскиот капитал и членовите на органот на управување, јасно е дека преземањето ќе заврши со пренос на акциите во централниот депозитар (зависно од државата, овластеното лице кое е надлежно за упис на хартиите од вредност) и стекнување нова формација на сопственичка акционерска структура.

2.2. Желба за создавање на империја

Во низата мотиви кои ги имаат „потенцијалниот преземач“ и „преземачот“ како акционерско друштво, исклучително битно место зазема

⁷⁸ Romano R. "A Guide to Takeovers: Theory, Evidence, and Regulation" Yale Journal on Regulation, br.9, 1992, str.125-126

⁷⁹ За влијанието на преземањето и спојувањето на друштвата врз статусот на работниците види: Тушевска Б., Прекуграничното спојување на трговските друштва во Европската Унија, Меѓународна конференција во Охрид Јуридика, 2015, стр. 11.

желбата на носителите на акционерски капитал или на органите на управување, за создавање на „*трговско друштво гигант*“, што ќе пенетрира со сопствените стоки и услуги во глобални рамки. Ваквиот вид на мотивација за преземање најчесто произлегува од желбата на членовите на органот на управување. Преку проширување на деловниот потфат на трговското друштво, органите на управување се фокусираат на зголемувањето на пазарот на продажба, зголемувањето на вредноста на акциите, следствено на подобрување на условите од нивниот менаџерски договор.⁸⁰ Во деловната практика, преземањето мотивирано од желбата за создавање на „*гигант трговско друштво*“, се базира на потребата да се стави под контрола управувањето на контролниот пакт на акции од страна на органите на управување. Во случај кога конкретно трговско друштво располага со деловни потфати ширум светот, се дисперзира акционерската структура, а се концентрира моќта во органите на управување. Како резултат на ваквите преземања, бордот на директори создава бренд од неговата способност за менаџирање со капиталот на друштвото, а акционерите се позиционираат во втор план со фокус на висината на дивидендата и перцепцијата за вештината на менаџирање на членовите на одборот (бордот) на директори.

Сепак, не ретко во практиката на преземањето на друштвата се случува концентрацијата на моќ на управниот орган да се рефлектира на штета на акционерите. Попрецизно, моќта на контролорот на пакетот на акции придонесува кон создавање на супериорна позиција на членовите на одборот на управување наспроти акционерите. Во прилог на ова стои и фактот што новите сопственици на акции кои реално ги бираат директорите коишто ќе управуваат со нивниот капитал, да се позиционираат со поголеми привилегии. Како резултат на ова, во фазата на преземањето, односно упатувањето на понудата и објавувањето на намерата за преземање, акционерите преземаат

⁸⁰ Концептот на менаџерски договор отстапува од договорите за вработувањ во смисла на ЗРО Закон за работните односи („Службен весник на Република Македонија“ бр. 62/2005; 106/2008; 161/2008; 114/2009; 130/2009; 149/2009; 50/2010; 52/2010; 124/2010; 47/2011; 11/2012; 39/2012; 13/2013; 25/2013; 170/2013; 187/2013; 113/2014; 20/2015; 33/2015; 72/2015 и 129/2015) на Република Македонија. Во контекст на ова, ако договор за вработување склучуваат деловните лица (менаџери), во договорот за вработување страните можат поинаку да ги уредат правата, обврските и одговорностите од работниот однос особено за: 1) условите и ограничувањата на работниот однос на определено време, 2) работното време, 3) обезбедувањето на дневен и годишен одмор, 4) плаќањето на работата и 5) престанувањето на важноста на договорот за вработување.

мерки против преземањот, реструктурирајќи го акционерскиот капитал. Ваквата практика многу често конвергира со интересите на членовите на одборот на директори, меѓутоа во ситуација кога членовите на одборот на директори, самостојно ќе излобираат понуда од лице за кое знаат дека нема да прави промени во управувачката структура, интересите на акционерите и органите на управување се дијаметрално спротивни.

Во контекст на прашањето за реструктурирањето на акционерскиот капитал, како мерка за заштита од преземање, македонската корпоративна практика го познава случајот на Топлификација, АД-Скопје, и формирањето на мнозински пакет на акции со цел заштита од преземање. Попрецизно,

На 11.07.2012 година, Надзорниот одбор на Топлификација, АД-Скопје, донесе одлука за формирање на мнозински пакет акции во Топлификација, АД-Скопје. Одлуката за формирање на мнозински пакет на акции на предлог на Претседателот на Управниот одбор беше прифатен од страна на акционерите, во интерес на заштита на акционерскиот капитал на акции. Идејата на Управниот одбор⁸¹ и на акционерите била преку формирање на мнозински пакет на акции да се принуди потенцијалниот преземач да упати јавна понуда за откуп на акции. Ваквите превентивни мерки против потенцијалниот преземач биле преземени по стекнувањето на акционерски капитал од 16, 44% од страна на кипарска компанија, преку купување на акциите на Словенечката компанија која била доминантен сопственик во Топлификација. Зависно од тоа дали намерата на Топлификација била да се превенира преземањето или да се принуди потенцијалниот преземач да упати понуда за откуп, формирањето на мнозинскиот пакет се третира како мерка против непријателско преземање или мерка за принудување на потенцијалниот купувач да откупи мнозински

⁸¹ Управниот одбор на Топлификација АД Скопје се состои од седум членови. Согласно член 71 од Статутот на Топлификација АД Скопје, за членови на Управниот одбор можат да бидат избрани само физички лица кои се деловно способни, од кои најмалку три члена мораат да имаат својство на акционери на друштвото. За член на управен одбор на Топлификација АД Скопје не може да биде избрано лице против кое е изречено мерка на безбедност – забрана за вршење на дејност од определено занимање, кое делумно или во целост, е опфатено во предметот на работењето на друштвото додека трае таа забрана.

пакет на акции.⁸²

2.3. Промена на неефикасна управа

Тргувајќи од идејата на познатиот американски професор Henry Manne⁸³ (теорија на пазарна корпоративна контрола) според кој постои „позитивна корелација помеѓу ефикасноста на управата на акционерското друштво и пазарната цена на акциите на тоа друштво,” лошото работење на целното друштво ќе доведе до намалување на пазарната вредност на акциите на тоа друштво.⁸⁴ Имајќи ја во предвид теоријата на корпоративна пазарна контрола, секој потенцијален преземач ќе донесе одлука за преземање кога одредено друштво ќе покаже послаби економски резултати и кога самиот ќе процени дека преку уредувањето на доброто корпоративно управување, ќе успеат да го подигнат друштвото до профитабилно ниво и рентабилност. Ниската пазарна цена на акциите на таргетираното друштво станува лесна цел за преземање. Со упатување на јавна понуда за преземање, ќе ги откупи акциите на целното друштво што се по цена пониска од пазарната, ќе ја замени неефикасната управа со поставување на свои членови. Со така извршени промени, ќе работи на ефикасен начин за стекнување профит. Од своја страна пак, управата на целното друштво со усвојување мерки на одбрана ќе се штити од преземање, оправдувајќи се пред сопствениците на капитал дека тоа го прави во интерес на друштвото, а не за сопствен интерес. Во листата на мотиви за преземање на друштвото, промената на неефикасната управа претставува една од мерките кои најмногу придонесуваат за подобрувањето на корпоративното управување во друштвото. Под страв и притисок дека менаџерскиот договор ќе им биде раскинат од страна на новиот преземач на друштвото, органот на управување настојува да имплементира и спроведе

⁸² <http://www.toplifikacija.mk/corporate.html>, <http://daily.mk/simto/1400732>, [пристапено на 12.08.2015].

⁸³ <http://spectator.org/articles/61515/henry-manne-he-was-law-economics>, [пристапено на 04.09.2015].

⁸⁴ Manne H., Mergers and the Market for Corporate Control The Journal of Political Economy, Vol. 73, No. 2. (Apr., 1965), pp. 110-120.

„добро корпоративно управување“.⁸⁵

2.4. Експлоатација на целното друштво

Во правната литература и практика, како мотив за упатување на понуда за откуп на конкретно друштво честопати се среќава и желбата за експлоатација на таргетираното друштво.⁸⁶ Во принцип, по успешно завршеното преземање, преземачот располага со сиот имот на друштвото, вклучувајќи го и имотот со права од интелектуална сопственост. Според последиците од експлоатација на имотот на друштвото, во правната теорија застапена е поделбата на лесна и тешка експлоатација и тоа:⁸⁷ лесната експлоатација се состои во воспоставување на однос на подреденост, во трговско друштво и бесплатно користење на индустриска сопственост како патенти, жигови, трговски марки, ознаки на потеклото итн. Во рамките на овие придобивки за преземачот, влегува и практиката на земање кредит од име на целното друштво, влегување во облигационо-правни односи за интересите на преземачите, а со ризик на целното друштво.

Во практиката како тежок облик на експлоатација на друштвото се вбројува распарчувањето на имотот на целното друштво, познат како концепт на looting, asset stripping. Раздвојувањето на имотот не го исклучува реструктурирањето и ликвидацијата на имотот на друштвото.

Намерата на преземачот е да ги искористи сите слободни резерви на друштвото и да ги продаде вредните работи⁸⁸. Тешкиот облик на експлоатација е карактеристичен за државите каде нема законска регулатива за

⁸⁵За влијанието на мерките против непријателско преземање врз доброто корпоративно управување види: Тушевска Б., Мерки на одбрана на акционерските друштва од преземање контрола, Зборник на Правен факултет, Штип, 2012.

⁸⁶ Gerard Hertige & Joseph A., McCahery, Company and Takeover Law Reforms in Europe: Misguided Harmonization Efforts or Regulatory Competition? *European Business Organization Law Review*, n. 4, 2003, кај: Радовић В., Мере одбране акционарског друштва од преузимања контроле, Београд, 2008, стр. 238.

⁸⁷ Pfizer's takeover bid is an attempt at asset-stripping and reflects Tory vested interests, <https://kittysjones.wordpress.com/2014/05/09/5462/>, [пристапено на 18.08.2015].

⁸⁸Blanaid C. нав.дело, пар. 20-30, Во случајот "Savoy Hotel Ltd. (3 All E. R. 646) од 1981, директорите на компанијата поради сомнение дека конкурентска компанија планира да ја преземе компанијата за да ја затвори хотелот Berkeley во Лондон и да ја продаде зградата, усвоиле сложена одбрамбена мерка, со која на се оневозможило на контролниот акционер зградата да ја користи друга намена освен за хотел, без претходна согласност од повереникот.

финансирањето на јавната понудата за преземање. Понудувачот, преземањето го финансира со земање на кредит, па со завршување на постапката за преземање, кредитот ќе го враќа со продавање на имотот на друштвото. Токму овие мотиви за преземање на друштвото, во најголема мерка влијаеле за развојот на мерките од непријателско преземање.

2.5. Пазарна позиција и конкурентност

Позиционирањето на пазарот на стоки и услуги, истовременото зголемување на конкуренцијата на пазарот, е еден од мотивите коишто на самиот почеток на овој магистерски труд го наведовме во листата на мотиви. Мотивацијата за преземање на конкретно трговско друштво, водејќи се од потребата за зголемување на конкретната на пазарот, е карактеристична за замјите кои имаат високо позиционирана заштитна конкуретна политика, односно заштитно антимонополско законодавство.

Анализирајќи ги сите горенаведени мотиви за упатување на понуда кон конкретно трговско друштво, утврдивме дека секој од мотивите произлегува од различен сплет на околности и се создава на база на различни интереси на конкретното друштво. Од сето ова слободно можеме да кажеме дека нема единствен став за мотивите за преземање. Секој мотив има различен ефект кај различните видови преземања. Секој мотив различно влијае врз различни преземачи.

И покрај тоа што создавањето на синергична добивка и потребата од промена на неефикасната управа се суштествените мотиви за упатувањето на понудата за преземање, ниту една од нив сама по себе не е доволна за да ја поттикне желбата кај потенцијалниот преземач да упати јавна понуда. Од друга страна, пак, целното друштво ќе усвојува мерки на одбрана кои не се ништо друго, туку облик на спротивставување од преземање.

3. Видови на преземање на акционерските друштва

Класификацијата на видовите преземања, познати во теоријата и

практиката, се базира на фактот: *каков е односот на органите на управување и акционерите, во поглед на преземаачот или потенцијалниот преземаач, упатувач на понуда за откуп на акции*. Тргувајќи од оваа фактичка состојба, преземањата се делат на пријателски и непријателски.

3.1.Пријателско преземање

Постоење на коректен однос на органите на управување и акционерите во друштвото кон понудувачот во постапката за преземање и во постапката на создавањето на намерата за преземање, подразбира пријателско преземање во корпоративната практика. Имено, кога менаџментот смета дека прифаќањето на понудата е подобра опција за акционерите отколку одбивање на истата, зборуваме за постоење на атмосфера за пријателско преземање на акционерскиот капитал и промена на сопственичката структура по волја на постојните акционери.

Ваквиот однос на акционерите и управата кон потенцијалниот преземаач, во голема мерка го олеснува и спроведувањето на комплетната ревизија или во практиката познато како *due diligence*,⁸⁹ скенирајќи го целокупното работење на друштвото. Скенирањето, во основа ја покажува реалната финансиска состојба на таргетираното друштво, преку што потенцијалниот преземаач може да утврди дали истото вреди да биде предмет на преземање или не.

Трговските друштва, односно нивните деловни и финансиски перформанси, не се единствениот одлучувачки фактор дали тие ќе бидат преземени од некој поголем и посилен стратешки инвеститор, или пак ќе бидат приморани сами да се изборат на пазарот. Трговските друштва основани на територијата на Република Македонија, генерално во постапките за преземање, настојуваат да се претстават како друштва со висок економски просперитет. Целокупната слика, без оглед на тоа дали е добра или лоша, зависи од многу параметри и тоа е сложен процес, бидејќи ниеден сериозен купувач нема да се впушти во инвестиција, без претходно да направи темелна финансиска ревизија на таргетираното друштво.

⁸⁹ <https://www.marsdd.com/mars-library/the-due-diligence-process-in-venture-capital/>, [пристапено на 28.08.2015].

Пред да се формира темелна слика за друштвото, односно пред моментот да се донесе одлука за пријателско или непријателско преземање на едно трговско друштво, целното друштво е под силен мониторинг од страна на потенцијалниот купувач или неговите консултанти. Во тој долг период потенцијалниот купувач ја анализира земјата како локација за инвестирање во смисла на основните законски процеси, пазарни услови и даночна политика, квалитет и цена на квалификуваната работна сила итн.

Потенцијалниот понудувач темелно ја анализира и конкретната дејност во земјата и местото на соодветното друштво во таа дејност. Суштествено за секој инвеститор при донесувањето на одлуката за преземање се разбира дека е потенцијалот и капацитетите на таргетираното друштво. Перспективите за раст и развој.

Практиката покажува дека помалите трговски друштва кои се на среден стадиум на раст и развој, и каде е евидентно дека со имплементација на нова стратегија за управување ќе порасне економскиот просперитет на друштвото, се најголем предизвик за потенцијалните преземачи и преземачите *in concreto*. Токму трговските друштва од ова ниво се најскапи за преземање и покажуваат потреба од преголема инвестиција, а можноста за економски резултат на долг рок и со голема несигурност. Секако, важни параметри се вкупниот приход на таргетираното друштво, добивката, задолженоста, имотот, менаџерскиот тим, флексибилноста, човечките ресурси итн.

Кога станува збор за пријателско преземање, после донесувањето на одлуката за преземање, потенцијалниот преземач прави темелна анализа на повеќе друштва и влегува во преговори за преземање, меморандуми за соработка, како параметри пред донесувањето на конечната одлука.

Продавачот, пак, од своја страна, исто така, бара потенцијални купувачи, најпогодни за купување на пакетот акции, потпишува писма на доверба, анализи и проценки на цената којашто може да ја добие за пакетот на акции. Целта на купувачот е да се подготви за процесот и да знае што може да коригира пред да се случи продажбата, како и да подготви преговарачка позиција во интерес на задоволување на позиците на акционерите и сопствените од позициија на орган на управување.

Потоа следи процес на преговори и склучување на договор за

преземање. Како што спомнавме тоа е долг процес, може да трае и по неколку месеци до една година, зависно од тоа колку партнери се бараат и со колку партнери се влегува во преговарање за преземање на капиталот.⁹⁰ Во Република Македонија можеби имало преземање, но тие останале во обид. Како пример за преземање во Република Македонија каде и двата учесника во постапката се домашни акционерски друштва, кое можеби е и првото успешно преземање на Тетовска банка од страна на Тетовскиот комбинат „Тетекс“.⁹¹

Имено, пред истекот на рокот на јавниот оглас што го објавил „Тетекс“ за купување на акции од Тетовска банка, акционерите пријавиле 50% од акциите на оваа банкарска институција, со што Тетекс како преземач ќе го стекне управувачкиот пакет во таргетираното друштво. Со истекот на рокот од повикот на „Тетекс“ за купување на акции, „Тетекс“ добил согласност за преземање на над половина од вкупните акции по цена од 1.200 денари по акција. Управниот одбор на Тетовска банка имал негативен став за продажба на акциите, па сепак оваа сделка влегува во категоријата на пријателско преземање.

„Тетекс“- АД, во целата постапка ја запазил процедурата за преземање на акционерските друштва, која предвидува дека оние што сакаат да купат повеќе од една четвртина од капиталот на некое друштво, треба да објават јавен повик до акционерите. Уште при објавувањето на јавниот повик, „Тетекс“ веќе ги имал потребните документи, дозвола од Народна банка на РМ за купување на 75% од капиталот на Тетовска банка и одобрение од Комисијата за хартии од вредност. Во принцип, практиката покажува дека најлесниот метод на собирање на податоци и подготвување на потребната документација за спроведувањето на преземање се среќава кај пријателското преземање.

3.2. Непријателско преземање

За разлика од пријателското преземање каде постои коректен однос меѓу

⁹⁰ Јованова С. Капитал, За методите на преземање и постапката на напаѓање на трговските друштва види во интервјуто на Јованова С., 2011, 8, <http://www.kapital.com.mk>. [пристапно на 06 Јули 2015].

⁹¹ Најголем дел од акциите се во сопственост на „Тетекс“, АД-Тетово со учество од 40,67% од сопственичката акционерска структура, Петролгас, ДОО-Тетово поседува 3,15% од акционерската структура.

менаџментот и понудувачот, кај непријателското преземање менаџментот на трговското друштво смета дека понудата на преземање е неповолна за економскиот просперитет на таргетираното друштво, меѓутоа и покрај таквото мислење на менаџментот, понудувачот ја упатува понудата преку исполнување на законски предвидени услови.⁹²

Негативниот став на менаџментот, наспрема обидот за преземање, не смее да биде свртен во сопствен интерес, туку во интерес на целното друштво и акционерите. Тој став е резултат на негова проценка, од аспект на понудата за откуп на акции, а особено добивката што можат да ја имаат друштвото и акционерите, кои со продажба на своите акции ќе имаат добивка поголема од добивката кога ги стекнале акциите. Ако менаџментот врз основа на својата проценка ја осуети понудата за откуп, доаѓа до судир на интереси меѓу преземаачот и менаџментот. Неминовно е прашањето на кој начин може да го спречи преземањето и кое одбранбено средство да го употреби?

Дали мерките на одбрана се допуштени, се поаѓа од улогата на менаџментот во друштвото и улогата на акционерите. Менаџментот има должност да го заштити друштвото од преземаачот, односно од новиот менаџмент којшто нема да го управува друштвото на начин како што тоа го правел постоечкиот. Од друга страна, пак, негативен ефект од преземањето мерки од страна на менаџментот може да има од фактот дека во случај на обид од непријателско преземање, постои судир на интереси меѓу друштвото и менаџментот. Менаџментот во својот обид на преземање мерки од непријателско преземање го отргнува и позитивниот ефект од преземањето, имајќи предвид дека преземањето претставува контролен механизам за преиспитување на работата на постоечкиот менаџмент.⁹³

Непријателско преземање е и кога понудувачот не водел преговори со менаџментот на компанијата што ја презема. Кај непријателското преземање, понудувачот влегува во поголем ризик, тој има пристап само до оние информации што може да ги добие од јавниот печат, а тука е и фактот што банките потешко даваат кредит во случај на непријателско преземање.

⁹² Во земјите членки на ЕУ, успешното преземање не е условено само од пријателското расположение на менаџментот и носителите на акционерскиот капитал, туку истовремено од почитувањето на условите предвидени во Директивата за преземање 2004/25/EC.

⁹³ Schwert G.W., Hostile in Takeovers: In the Eyes of the Beholder, The journal of Finance, Vol. LV. No. 6. 2000, p. 33.

Можеме да кажеме дека непријателското преземање претставува секој обид на стекнување контрола над капиталното учество со јавна понуда за преземање, без согласност на управата на целното друштво.⁹⁴

ТРЕТА ГЛАВА

НЕПРИЈАТЕЛСКО ПРЕЗЕМАЊЕ

1. Поим на непријателско преземање

Почетоците на институтот непријателско преземање се појавиле во 80-тите години на 20-иот век помеѓу големите конгломерати во САД, како нов начин на преземање.⁹⁵ Иако финансиски неуспешни, сепак, претставуваат преседан во воведувањето на непријателското преземање. Корените на терминот непријателско преземање (hostile) потекнува од англосаксонското право. Во странската литература овој термин некаде ќе се сретне и како *unfriendly takeover*.⁹⁶

Непријателско преземање (hostile/unfriendly takeover) претставува

⁹⁴Радовић В. Мере одбране акционерског друштва од предузимање контроле, Београд, 2008, стр.14

⁹⁵ За почетоците на мерките од непријателско преземање види повеќе: Armour J., Jacobs, J.B., Milhaupt C.J., The evolution of the Hostile Takeover Regime in Development, and Emerging Markets: An Analytical Framework, Volume 52, number 1, 2011, p. 234.

⁹⁶ Seretakis A., Hostile Takeovers and Defensive Mechanisms in the United Kingdom and the United States: A Case Against the United States Regime, The Ohio State Entrepreneurial Business Law Journal, Vol. 8, No. 2, 2013, p. 17.

стекнување на контрола на вложениот капитал во акционерското друштво со јавна понуда, без согласност на управата на целното друштво.⁹⁷ Илустративно, непријателското преземање се однесува на отсуството на волја на органот на управување (менаџментот на трговското друштво). Терминот менаџмент се поистоветува со членови на управата на друштвото кај друштвата со двостепеност во управувањето (dual board system, two tier system)⁹⁸ карактеристичен за германското право, а акционерските друштва каде управувањето е едностепено (single board system) менаџментот го опфаќа бордот на директори карактеристичен за американското право.

Ставот на управата на целното друштво има важна улога за конечниот резултат во поглед на преземањето.⁹⁹ Усогласувањето на ставовите на ниво на управата во голема мерка зависи од комплементарноста на интересите и ставовите на членовите на одборот и членовите на надзорниот одбор. Попрецизно, зависи од фактот дали станува збор за едностепен или двостепен систем на управување.

Според некои статистики водени во Велика Британија, 20% од понудите каде управата била против понудата за преземање, тие обиди пропаднале, а само 2% од понудите што ги одобрила не успеале.¹⁰⁰ Во поширока смисла на зборот, непријателското преземање претставува преземање на акционерското друштво спротивно на волјата на управата на друштвото. Основни начела, кои ја регулираат положбата на органот на управа кога постои непријателско преземање, се начелата на неутралност и слободно одлучување. Во основа, ова значи дека управата на целното друштво има можност да одлучи за прифаќање на законскиот или статутарниот (*статутариот мора да биде во согласност со законот*) механизам за одбрана од непријателскиот преземач.

⁹⁷ Види повеќе: Радовић В., стр.1-97. Steinbächer J., Defense Strategies against Hostile Takeovers, International University of Monaco, 2007, p. 17.

⁹⁸ Нашиот ЗТД предвидува едностепен и двостепен систем на управување (ЗТД, член 342/1/2/3). Управувањето со друштвото може да биде организирано според едностепен систем (одбор на директори) или според двостепен систем (управен одбор или управител и надзорен одбор). Друштвото го избира системот на управување. Со измени на статутот, може едностепениот систем на управување да биде заменет со двостепен и обратно. Одредбите за собранието соодветно се применуваат како на друштвата со едностепен, така и на друштвата со двостепен систем на организација на управувањето. Учеството на вработените во управувањето со друштвото се уредува со закон (ЗТД, член 342/4).

⁹⁹ Steinbächer J., Defense Strategies against Hostile Takeovers, International University of Monaco, 2007, p. 17.

¹⁰⁰ Petrikić R. "Odbrambene strategije preduzeća protiv tzn. Neprijateliskog preuzimanja" hostile takeover, Pravni život, 11/2000, str. 354

Прифаќање на принципот на слободно одлучување на управата произлегува од фактот што на управата, како квалификуван орган во акционерското друштво, основна задача ѝ е да работи во најдобар интерес на друштвото, да ги заштити интересите на акционерите и другите учесници во случај на обид од непријателско преземање. Бидејќи мерките на одбрана се најдобар начин на заштита на овие лица, тогаш зошто, на управата на целното друштво, да не ѝ се дозволи во рамките на својот делокруг, со интересен акт на друштвото, да го реализира правото на усвојување на мерки на одбрана.

Противниците на принципот на слободно одлучување на управата, во постапката на преземање, сметаат дека се најповикани да одлучуваат за понудата за преземање се акционерите, во спротивно, доаѓа до судир на интерес помеѓу акционерите и управата на целното друштво. Ова е од причина што голем број постапки на преземање покажале дека управата има далеку поразлична позиција од личните интереси на сопствениците на акции.

2. Принципите на преземање на акционерските друштва

2.1. Принцип на неутралност на управата на целното друштво

Принципот на неутралност (*board neutrality rule*) на бордот на директори во создавањето и имплементирањето на стратегијата за управување на друштвото, ја претставува состојбата на заштита на интересите на акционерите и таргетираното друштво. Според одредени теоретски гледишта принципот на неутралност и принципот на одлучување на органите на управување се синоними.¹⁰¹ Иако терминологски се разликуваат, тие имаат иста содржина. Единствена разлика е во начинот на согледување на проблемот на решавање. Првото начело, проблемот го анализира од перспектива на управата на целното друштво, а второто начело, од перспектива на акционерите на целното друштво, со акцент на надлежноста за усвојување на мерки на одбрана. Во поширока смисла, принципот на неутралност се состои во воведување на забрана на управата на целното друштво за време на

¹⁰¹ Beuerle C.G., Kershaw D., Solinas M., Is the Board Neutrality Rule Trivial? Amnesia about Corporate Law in European Takeover Regulation, p. 12-66.

траење на постапката на преземање да не се усвојуваат мерки на одбрана.

Принципот на неутралност, за прв пат се појавил во 1968 година во Велика Британија, со донесување на приватно-правниот Кодекс Сити за преземање и соединување (City Code on Takeovers and Margers) кој и денес е на сила.¹⁰² Постојат повеќе причини кои ја оправдуваат употребата на принципот на неутралност, меѓутоа, секако побитни се самата природа на постапката за преземање, поттикнување на развојот на корпоративна контрола на пазарот, недоволната мотивација на членовите на управата на целното друштво, високите трошоци на мерките на одбрана, рамнотежата помеѓу преземачот и целното друштво, едноставност на примената, јавност на мерките на одбрана, недоволно развиената судска корпоративна практика итн.

Од самата природа на постапката за преземање, јасно е дека за јавната понуда за преземање треба да одлучуваат оние на кои таа е упатена.

Јавната понуда не се упатува на акционерското друштво како целина, ниту на акционерите како целина, туку директно на секој поединичен акционер. Поради ова, успехот или неуспехот на преземањето ќе зависи директно од нив самите. Акционерите самостојно и поединечно одлучуваат за прифаќањето на понудата од страна на потенцијалниот понудувач. Секој акционер сам за себе си донесува одлука во која мера понудената цена е адекватна, дали ќе ја прифати или не. Формално-правно за тоа одлучува секој акционер засебно, меѓутоа членовите на управата во голема мера можат да влијаат на понудувачот, на јавната понуда или на акционерите на целното друштво. Конечно, тие може да влијаат на крајниот резултат на преземањето. Па, оттука и суштината на овој аргумент е да не се наруши природниот процес на прифаќање на понудата од страна на оние на кои е упатена.

Следбениците на принципот на неутралност, воедно се и застапници на пазарната корпоративна контрола. Со развојот на овие пазари и економските придобивки се зголемуваат, како што е синергичната добивка,¹⁰³ односно

¹⁰² City Code on Takeovers and Margers, Настанал како резултат на заедничките залагања на Лондонската берза, Англиската банка, здруженија на приватни банки и други учесници на финансискиот пазар за да се најде оптимално решение за преземањето, коешто било од интерес за државата.

¹⁰³ Преземањето на друштвото овозможува синергична добивка.Под синергија се подразбира можноста на две друштва со заеднички сили и координирани постапки остваруваат поголем профит. Профитот е како резултат на зголемување на конкурентноста, намалување на фиксните трошоци, комбинација на ресурсите и нивно ефикасно користење, итн.

вредноста на споените друштва. Поголема е и вредноста на целното друштво и вредноста на преземањето поодделно. Понатаму, се создава поголема дисциплина на членовите на управата која следи од континуираната контрола со преземањето, која ги поттикнува членовите на управата, своите должности да ги извршуваат совесно и во интерес на друштвото и акционерите.¹⁰⁴ Лошото работење на целното друштво е индикатор за преземање на истото, па поради тоа преземањето на таквите трговски друштва економски е оправдано.

Јавната понуда на преземањето им нуди на акционерите можност да ги продадат своите акции на понудувачи кои се согласни да понудат цена повисока од пазарната цена. Меѓутоа, ова е случај, единствено кога ќе имаат контрола над средствата на друштвото и нивното трошење. За потенцијалните понудувачи, преземањето претставува инвестициска можност за зголемување на нивното корпоративно богатство, како и зголемување на ефикасноста на работењето во друштвото, кое само по себе доведува и до ефикасност на стопанството во целина, а со тоа и општа благосостојба.¹⁰⁵

Недостатокот на мотивација на членовите на управата, од една страна, можат да ја блокираат неадекватната јавна понуда за преземањето што за акционерите би било и корисно, но од друга страна, пак, тие можат да ја блокираат и понудата која е корисна за акционерите, бидејќи тие немаат интерес да ги штитат интересите на акционерите. Оваа постапка е и реална бидејќи членовите на управата секогаш можат да ја оправдаат мерката на одбрана, па оттука, и да го прифатат принципот на акционерско одлучување во постапката за преземање.

Следбениците на акционерското одлучување ја истакнуваат едноставноста на примената на принципот на неутралност. Судот овде треба да утврди дали управата на друштвото има усвоено некоја мерка на одбрана и дали таа мерка на одбрана е усвоена во тек на постапката на преземање. Застапниците на принципот на неутралност сметаат дека мерките на одбрана сами по себе се многу скапи, а во голем број случаи, тие се скапи и за самото

¹⁰⁴ Дури и постоењето на скриена опасност од непријателско преземање ги поттикнува менаџерите за поефикасно работење за да си го зачуваат работното место и да си ја задржат својата репутација, Б.Беговић и др. Унапређење корпоративног управљања стр.22.

¹⁰⁵ Тоа е логична последица на заклучокот според кој, кај постапката на преземање "сите се победници" Lowenstein L. "Pruning Deadwood in Hostile Takeovers Columbia Law Review бр.83, стр 273.

целно друштво. Ова искуство и факт претставува значаен показател за редуцираното користење на мерките против преземањето, посебно кога станува збор за помали тровски друштва чијшто интереси и перцепции се позитивни во поглед на откупот на акции и заштита на интересите на друштвото. Во врска со ова, посебно ги издвојуваме мерките на стекнувањето на сопствени акции. ЗТД, во член 333 (1/2/3/4) во рамки на делот правните односи помеѓу друштвото и акционерите ја предвидува можноста за стекнување на сопствени акции со откуп. Се разбира, имплементацијата на овој концепт не се однесува единствено на можноста да се спречат потенцијалните преземачи, меѓутоа во релација со мерките од непријателското преземање, искуството покажува дека овој концепт честопати се користи во практиката како одбранбена стратегија.¹⁰⁶ Зголемување на акцискиот капитал, продажба на највреден имот, се само некој од мерките на одбрана за кои е потребно големи парични средства, а немаат некоја оправдана цел, освен одвраќање од преземањето.¹⁰⁷

Како причина за прифаќање на принципот на неутралност може да се истакне и воспоставувањето рамнотежа помеѓу преземачот и целното друштво. Правната регулатива за преземање е асиметрична со основна цел насочена кон заштита на интересите на целното друштво и акционерите. Во вакви ситуации, преземачот е во неповолна положба поради што се јавува нееднаков третман помеѓу преземачот и целното друштво (пример: облигаторна јавна понуда, најниска цена која преземачот е должен да ја понуди, известување за

¹⁰⁶ Друштвото може да стекнува сопствени акции со откуп, самото или преку лице кое дејствува од свое име, а за сметка на друштвото. Откупот на сопствени акции е полноважен под следниве услови:

1) собранието да донесе одлука за стекнување сопствени акции со откуп во којшто се утврдени начинот на откупот, максималниот број на акции којшто треба да се стекне, времето во коешто откупот треба да се изврши и коешто не може да биде подолго од 12 месеца од денот на донесувањето на одлуката за стекнување сопствени акции, минималната и максималната противвредност којашто може да се плати за нив. 2) номиналниот износ на стекнатите акции, заедно со акциите што друштвото ги стекнало претходно, односно коишто друштвото ги држи, да не надмине една десетина од основната главнина;

3) со стекнувањето на сопствените акции, да не се намали имотот на друштвото под износот на основната главнина и резервите коишто, според законот или според статутот, мора да ги има и коишто не смеат да се користат за исплата на акционерите и 4) со откупот да се стекнуваат само акции коишто во целост се уплатени.

¹⁰⁷ Бројни мерки на одбрана познати на практиката се покажале како исклучително скапи во предвидувањето и имплементацијата. Продажбата на крунскиот камен, рас-тап стратегија или спојување со трети лица за да се направи антиконкурентски проблеми за понудувачот, со себе носат значајни трансакциски трошоци... овие трошоци се мртви трошоци кои не ствараат никаква вредност, Види повеќе за ова: Радовић В. *Op.cit*, стр. 65.

намерата за преземање, самофинансирање на понудата итн.). Поради ова, начелото на неутралност може да се сфати како начин да се воспостави ваквата нарушена рамнотежа помеѓу преземачот и целното друштво.

Воведувањето на принципот на неутралност не значи дека управата на целното друштво нема никакви овластувања и одговорности во постапката на преземање. Многу често управата ја сочинуваат компетентни стручни лица кои располагаат со големи компетенции и висок професионализам во работата, со искуство и дигнитет, признати од средината, со чиј потенцијал и капацитет треба да се покријат интересите на акционерите во целното друштво. За ова цел нужно е да се најде правен механизам за активно вклучување на управата на целното друштво во постапката на преземање, а притоа да не се наруши основата на неутралноста. Во таа смисла, известувањето на управата на целното друштво за јавната понуда, поднесувањето предлог до собранието на акционери, и бирањето други понудувачи, се значајни институти за вклучување на управата во постапката на преземање.

Во периодот што му претходи на преземањето, управата на целното друштво не е врзана со ограничувањата на начелото на неутралност, туку има слобода за усвојување на мерки на одбрана.¹⁰⁸ Правото на управата на целното друштво да води преговори во име на друштвото, е карактеристично и за принципот на акционерско одлучување и за принципот на слободно одлучување. Разликата се состои во тоа што кај принципот на акционерско одлучување, тоа право на управата е отповикливо, додека кај начелото на слободно одлучување, тоа право е неотповикливо.

Принципот на неутралност е тесно поврзан со прашањата: кои лица, односно органи се опфатени со забраната за преземање, за кој период се однесува забраната, и кои дејствија влегуваат во принципот на неутралност.

Одговорот на овие прашања ја покажува распространетоста на примената на начелото на неутралност на управата. Што претставува неутрално однесување во фазата на преземање? Принципот на неутралност се применува и во случај на задолжителна и во случај на доброволна понуда за преземање, независно дали преземањето е пријателско или непријателско.

¹⁰⁸ Застапниците на принципот на неутралност не ги истакнуваат во прв план усвојувањето на мерките на одбрана пред започнување на постапката за преземање. Тие сметаат дека мерките треба да се ограничат, но не со начелото на неутралност, туку со некој друг правен механизам.

Сепак, постојат граници на неговата примена. Во таа смисла, доменот на примената на принципот на неутралност може да биде персонален, темпорален и материјален.¹⁰⁹

Персоналниот домен е врзан за субјектите на кои може да се однесува забраната. Преземачот и членовите на управата во тоа друштво имаат интерес преземањето да биде успешно, па тие не можат да бидат неутрални. Акционерите се тие на коишто им е упатена јавната понуда, оттука, нужно е да им се даде слобода, на секој дозволен начин да се спротистават на конечниот исход. Овие два субјекта се со спротивни интереси и по дефиниција се заинтересирани страни, поради што принципот на неутралност не е врзан за нив. Членовите на органот на управа на целното друштво, од една страна, располагаат со правни средства да го спречат обидот за преземање, а од друга страна, поради постоење на судар на интереси помеѓу нив можат да се јават како заинтересирана страна, од каде може да се каже дека принципот на неутралност се однесува само на управата на целното друштво.

Темпоралниот или временски *домен* или период на забрана значи дека принципот на неутралност се применува само за време на траење на постапката за преземање на целното друштво. Меѓутоа, во контекст на ова се поставува прашањето: Од кога ќе се смета почетокот на периодот на забрана да има објективен и субјективен критериум?

Според објективниот критериум, почетокот на периодот на забрана се смета времето на објавувањето на понудата за преземање, прифатен од Швајцарија¹¹⁰ и посредно Италија.¹¹¹ Другиот критериум е соопштување на намерата за давање на јавна понуда, односно создавање на принцип на неутралност којшто започнува да се применува од моментот кога понудувачот ќе ја соопшти намерата дека ќе даде понуда или ќе го извести органот на управата, и конечно, ќе ја објави на законски предвидениот начин. Известувањето на целното друштво за намерата за објавување на јавна понуда, како обврска е прифатено и во Република Македонија како единствено

¹⁰⁹ Shleifer A., Summers L.H., *Corporate Takeovers: Causes and Consequences*, University of Chicago Press, 2012, p. 33-68.

¹¹⁰ Olgiati L., Weber M., *Switzerland Takeover Guide*, 2014.

¹¹¹ The Italian Parliament Adopts New Laws Making Hostile Takeovers More Difficult and Costly, *European Corporate*, 2009. Во контекст на ова види исто така: *Pulic takeovers in Italy*, Freshfields Bruckhaus Deringer, summer 2004.

решение. Наспроти ова, Велика Британија, Нов Зеланд и останати земји од англосаксонскиот правен систем, алтернативно го прифатиле субјективниот критериум. Објавувањето, пак, дека ќе се даде јавна понуда за преземање, го прифатиле Германија¹¹² и Кина.¹¹³ Оваа варијанта е прифатена и во Директивата на ЕУ за преземање.¹¹⁴

Според субјективниот критериум за одредување на почетокот на времето на забрана, акцентот треба да се стави на времето на дознавање за постоењето на намерата за преземање. Во практиката, членовите на органот на управа на целното друштво предвреме имаат информација дека се спрема преземање на друштвото, особено што во практиката ретко кој понудувач дава јавна понуда, ако претходно темелно ја нема утврдено оправданоста за преземањето. Имајќи во предвид дека од дознавањето за преземање, до соопштување на намерата за давање јавна понуда, реално постои конкретна временска рамка, управата може да го искористи да го оневозможи преземањето со усвојување на мерки на одбрана.

Одредување на времето за почеток на забраната според субјективниот критериум бара исполнување на два услова и тоа: осознавање од страна на управата за намерата за преземање, односно кога членови на управата ќе бидат свесни за намерата на понудувачот да даде јавна понуда, и сериозноста на намерата, што значи дека не е доволно само дознавањето за намерата, туку истата да биде сериозна и веродостојна со цел истата да биде облигаторна (*bona fide* однесување во понудата за преземање). Вообичаено, се смета дека принципот на неутралност трае до завршување на постапката за преземање. Но, и овде постојат неколку алтернативи. Со истекот на рокот за прифаќање на понудата, не значи дека завршува и постапката на преземање. Поради ова, ваквиот алтернативен концепт не е прифатен. Објавувањето на резултатите се смета за најдобар начин за завршување на постапката за

¹¹² The Takeover Directive, Implementation in Germany, 2006.

¹¹³ Korsch H.S., Eichwald D., Germany Takeover Guided. 2014.

¹¹⁴ Директивата на ЕУ за преземање предвидува дека последниот момент за почеток на траење на времето на забрана, е моментот кога управата на целното друштво ќе ја добие информацијата за одлуката на понудувачот дека ќе даде јавна понуда и истата ќе ја објави. Директива на ЕУ за преземање, чл.9(2) во врска со чл. 6(1).

преземање¹¹⁵. Објавувањето на резултатот од преземањето, како време на завршување на забраната, го прифатиле повеќе законодавства. Освен со објавување на резултатот, постапката на преземање може да заврши и со повлекување на понудата која може да биде доброволна кога понудувачот сам ќе одлучи да ја повлече понудата или принудно кога регулаторното тело ќе му нареди на понудувачот да ја повлече понудата.

Конечно, материјалниот домен на примена на принципот на неуталност одредува кои дејствија управата не смее да ги преземе, односно кои активности се забранети за време на траење на постапката за преземање. Такви се користење на апстрактен стандард усмерен на последиците од забранетата работа, набројување на поединечни забранети работи, и мешовита концепција, што значи прифаќање на добрите страни од претходните два начина на одредување на кругот на забранети работи на управата.

Во споредбеното право се издвојуваат четири работи кои се забрануваат на управата на целното друштво кои, всушност, се и претпоставени мерки на одбрана: зголемување на основната главнина, стекнување и располагање со имотот со голема вредност, вонредни работи и стекнување и продавање на сопствени акции. Во контекст на ова се и решенијата содржани во ЗТД и член 36, каде изречно е забрането стекнување со хартии од вредност од денот на објавувањето на намерата за преземање. Во насока на ова, од денот на објавувањето на намерата за преземање до истекувањето на рокот за прифаќање на понудата за преземање, преземачот не смее надвор од постапката за преземање, директно или индиректно, да купува хартии од вредност на кои се однесува намерата. Правното дело склучено спротивно на оваа одредба е ништовно (ЗТД, член 36).

2.2. Принцип на слободно одлучување на управата на целното друштво

Принципот на слободно одлучување на управата на целното друштво (*принцип на дискреционо право на управата или принцип на вето*) значи

¹¹⁵ Најчесто се предвидува дека понудувачот во одреден рок од истекот на понудата го утврди резултатот од преземањето, извештајот го достави до регулаторното тело на потврда, а потоа го објавува резултатот од преземањето.

слобода на управата на таргетираното друштво за време на траење на постапката за преземање. Овој принцип на слободно одлучување е во функција на овозможување на управата да преземе мерки, согласно нејзините интереси (*најчесто тоа се мерки на одбрана од преземањето*). Меѓутоа, кога се мисли на мерки на одбрана, не значи дека тоа се сите видови мерки, тука станува збор за оние мерки кои се во надлежност на управата, според важечките прописи на акционерските друштва. Ова го истакнуваме со цел да нагласиме дека принципот на слободно одлучување не смее во никој случај да се толкува дека истиот ѝ дава право на управата во кој било интерес да постапува надвор од законски предвидените услови и критериуми за преземање.

Во време на развој на пазарната корпоративна контрола, кога сè уште не било познато преземањето како начин на стекнување контрола над капиталното учество, овој принцип го применувале скоро сите држави. Проблематиката за преземањето доживеала експанзија, па со тек на време различни држави имале различна перцепција во поглед на ова прашањето. Политиката на државата во поглед на прашањето за преземањето била длабоко инволвирана. Ова е од причина што мерките или антимерките кои се однесуваат на преземањето, во основа, ја манифестираат волјата на Владите во поглед на странските инвестиции, штитењето на националните компании, формирањето регулатива, зависно од потребите на националната економија. Во рамки на најнеразвиените држави, креирана била перцепција за уредување на ова проблематика, дотолку повеќе етаблирано е гледиштето за потребата од посебни правни прописи за постапката за преземање. Сепак, ваквото гледиште не го вбројуваат во овластувања на управата. И според гледиштето на трета категорија на субјекти, согласни со потребата од посебни правни прописи, должноста која ја има управата во постапката на преземање, треба да се препуши на судската практика.¹¹⁶

Принципот на слободно одлучување, го развиле третата група на држави, каде најголеми застапници се САД. Како термин, принципот на слободно одлучување или принципот на вето (англ. board veto rule) е преземан

¹¹⁶ Види повеќе за соремените ставови во поглед на прашањето за преземањето на: www.euractiv.com. [пристапено на 28.08.2015].

од американското право. Фигуративно, правото на вето значи преземање на контролата, бидејќи управата може со своите надлежности да го спрече преземањето на целното друштво.¹¹⁷

Давањето на големи овластувања на управата на целното друштво го оправдуваат бројни причини меѓу кои најзастапени се: ограничување на пазарната корпоративна контрола, незголемувањето на општественото богатство, ограничената примена на принципот на неутралност, создавањето на единствени транс-атлантски правила за преземање, краткорочните цели, подобрата информираност на членовите на управата, неоткривањето на сите информации на акционерите, правото да преговара, заштитата на интересите на другите носители на ризик, должноста на управата да ги спречи незаконитите дејствија, неефикасен пазарен начин на утврдување на цената на акциите, усогласувањето на интересите на управата и акционерите, непостоењето на прецизна дефиниција за мерки на одбрана и други.¹¹⁸

Застапниците на принципот на слободно одлучување, сметаат дека преземањето предизвикува низа последици коишто, земјата ја ставаат во лоша економска состојба, како што е *ризикот од создавање монопол*. Преземањето е начин на јакнење на доминантна положба на пазарот. Ризикот од монопол особено доаѓа до израз, имајќи во предвид дека преземањето е начин да се елиминира конкуренцијата на пазарот. Големiot број на заинтересирани конкурентски трговски друштва кои учествуваат во постапката на преземање, вклучувајќи го и самото целно друштво, *економски се изложува на високи трошоци*. Постапката на преземање доведува до *пореметување на цената на хартии од вредност на пазарот*. Во голем број случаи, од преземањето, акционерите имаат поголема корист од преземачот кој платил превисока цена и во целата таа постапка тој е оштетен. Има ситуации кога преземачот нема намера да работи со целното друштво за да го максимизира своето богатство, туку сака да го продаде имотот на друштвото во форма на заработка. Некои автори сметаат дека преземањето е штетно по другите носители на ризик во целното друштво. Ова е од причини што поголемиот дел од премијата која ја добиваат акционерите е вредност која е одземена токму од

¹¹⁷ Philips C.W., Krishnamurthy P., the Landscape of U.S. Hostile Takeover Litigation, *Covington & Burling*, 1987.

¹¹⁸ Bittlingmayer G., The market for corporate control (including takeovers), 1999, p. 728.

тие носители на ризик.¹¹⁹ Овластувањето на управата да се спротивстави на непријателското преземање е насилен механизам за контрола над капиталното учество. Поради тоа, усвојувањето на принципот на вето влијае негативно на развојот на пазарната корпоративна контрола.

Во претходното излагање за принципот на неутралност спомнавме дека недостаток на овој принцип беше неговата временска ограниченост. Во одлучувањето на примената на мерките на одбрана, акционерите одлучуваа само кога јавната понуда непосредно претстоеше, а во останатото управата на целното друштво имаше слобода да ги врши сите работи од нејзина надлежност, ако смета дека тоа е од интерес за целното друштво и акционерите. Поради тоа е и слабоста на овој принцип.

Овластувањето што го има управата на целното друштво да се спротивстави на непријателското преземање придонесува за создавање на транс-атлантски правила за преземање кои ќе овозможат хомогена пазарна корпоративна контрола на двата економски развиени континента. Според американското правило, директорите на целните друштва имаат овластувања да се спротивстават на непријателското преземање, во случај ако е упатена јавна понуда за преземање од страна на некоја европска компанија за купување на акции од американското друштво. Управата на тоа друштво, може да усвои мерки на одбрана со единствена цел, да го отежни преземањето и постапката на преземање.

Европските таргетирани акционерски друштва се незаштитени поради обврската на членовите на управата да бидат неутрални. Во случај кога американските трговски друштва се јавуваат како понудувач на откуп на акции, се создава дисбаланс помеѓу позициите за преговарање и нерамноправната положба во постапката за преземање.¹²⁰ Некои држави членки на ЕУ меѓу кои посебно се истакнува Германија, биле против принципот на неутралност што во суштина и го пролонгирале усвојувањето на единствена (унифицирана) постапка на преземање.

Бидејќи се под постојана закана од непријателско преземање, членовите

¹¹⁹ Dickerson A., Gibson H.D., Tsakalotos E., Takeover risk and the market for corporate control: the experience of british firms in the 1970s and 1980s., p. 6-29.

¹²⁰ Според некои автори, нерамноправната положба на европските друштва, во однос на американските не е реален проблем, бидејќи друштвата од Европската Унија во голема мера ги преземаат друштвата од САД, туку што тоа е обратно.

на управата на целното друштво повеќе се заинтересирани за финансиските успеси, менаџерските договори на краткорочни цели. Тие не можат да инвестираат во развој, бидејќи тие придобивки се на долг период. Давајќи ѝ можност на управата да се спротисти на непријателското преземање, државата им овозможува во интерес на друштвото и акционерите да донесуваат планови на подолг период.

Членовите на управата на целното друштво и акционерите треба да знаат во која мера понудата за преземање е поволна, односно акционерите треба да бидат доволно информирани за вредноста на друштвото за да можат да донесат правилна одлука. Токму овде е и проблемот што акционерите не се доволно информирани за состојбата на целното друштво. Ваквата состојба е последица на нивната незаинтересираност, пасивност, нестручност, истовремено и недостапноста на многу информации.

Од друга страна, членовите на управата можат да извршат комплетна анализа на состојбата на друштвото, а со тоа и да донесат соодветна одлука во фазата на примање на намерата за преземање. Ова позиција во литературата и практиката се среќава под концептот супериорна информираност на управата *vis-à-vis* носителите на акционерскиот капитал. Американската концепција тргнува пред сè од гледиштето дека органите на управување најтемелно ја познаваат состојбата на пазарот, условите за работа на таргетираното друштво, економските перспективи, намерите на потенцијалниот преземач итн. Трнувајќи од ова, целата концепција и законодавство на полето на ова проблематика се базира на фактот дека управата секогаш знае што е најдобро за акционерите.¹²¹ Членовите на управата се во подобра позиција да ја одредат вредноста на целното друштво, па поради тоа и интересите на акционерите ќе се штитат на најдобар начин со давање овластување на управата, да се спротивстави на преземањето. Асиметричноста помеѓу акционерите и членовите на управата е доволна причина за неприфаќање на принципот на неутралност.

И покрај тоа што членовите на управата имаат обврска во доволна мера да ги информираат акционерите за сите релевантни информации на законски начин, сепак следбениците на вето на управата сметаат дека одредени

¹²¹ Blanaid C. "Takeovers and Mergers Law in Ireland", p. 12-19.

информации не треба да бидат достапни на јавноста, односно не треба да се откријат на акционерите. Тука, секако треба да се спомне чувањето на деловна тајна. Чувањето на деловните тајни во рамки на интересите на друштвото е задолжителна обврска. Само површна анализа на основачките акти кои ни беа на располагање,¹²² нè наведува на констатацијата дека нашето законодавство и деловна практика ја позиционира деловната тајна во категоријата на највисоки вредности во рамки на овластувањата на органите на управување. Во контекст на ова е и решението од ЗДТ член 361 (2) каде е утврдено дека *членовите на органот на управување, односно на Надзорниот одбор, се должни како деловна тајна да ги чуваат сите известувања и податоци што на кој било начин се однесуваат на работењето на друштвото, а кои ги добиле како доверливи*. И во нашето право, чувањето на деловна тајна е регулирано со актот на основање, односно статутот на акционерското друштво. Покрај тоа, постојат и други доверливи податоци кои не се достапни на акционерите. Според тоа, ако на управата на целното друштво ѝ е забрането да пренесе одредени информации на акционерите, а кои се од значење за донесување на одлука за прифаќање на понудата, тогаш управата е таа која ги штити интересите на акционерите. Поради тоа, правото на вето на управата е и најдоброто решение.

Во овластувањата на управата спаѓа и преговарачката моќ на управата на целното друштво, во случај на дисперзирани акционерства кога малите, а многубројни акционери не се во состојба да водат преговори за преземање и ефикасна заштита на своите интереси. Управата, како единствен орган, може во преговорите да издејствува повисока надокнада за акционерите, но и поволни услови за другите носители на ризик, на начин што ќе најде друг заинтересиран понудувач со поволна понуда. По завршувањето на постапката на преземање, многу често се загрозуваат интересите на другите носители на ризик, како отпуштање од работа, губење на партнери, преместување на други работни места итн. Поради тоа, членовите на управата при донесување на одлука, секогаш мора да ги заштитат интересите и на другите вработени. Застапниците на правото на вето на управата, сметаат дека членовите на

¹²² Структурата и содржината на актите за основање (статутите) се презентирани во табелите погоре во текстот.

управа се тие кои треба да ги заштитат интересите на овие носители на ризик.

Во случај на незаконито постапување од страна на преземачот, членовите на управа на целното друштво се должни да ги заштитат интересите на друштвото, акционерите и сите вклучени во постапката на преземање. Во случај преземачот да постапи спротивно на прописите на антимонополските права, управата треба да поведе постапка пред регулаторното тело или антимонополската комисија или пред суд или, пак, ако преземачот не ги почитува обврските кои произлегуваат од преземањето, управата ќе иницира постапка пред комисијата за хартија од вредност. Заштитата на законитоста мора да има примат пред другите интереси, со што и поголеми права на управата на целното друштво во преземањето.¹²³

Модерните економски теории ја застапуваат хипотезата за ефикасен пазарен капитал според која секој стандарден производ (акција) со кој се тргува на пазарот има цена која одговара на неговата вистинска вредност. Меѓутоа, во реалноста постои т.н. делумна пазарна ефикасност што значи дека пазарната и реалната вредност само делумно се изедначени. Ваквата состојба директно влијае врз пазарната корпоративна контрола. Поради тоа и упатувањето на јавна понуда е под вредноста на целното друштво, на тој начин, разликата меѓу платената и реалната цена е профитот на преземачот, понудувачот на откуп на акции.

Следбениците на правото на вето на управата, сметаат дека во ваков случај, интересите на акционерите може да ги заштити само управата на целното друштво. Преземањето им овозможува на акционерите да ги продаваат своите акции со повисока цена. Дали преземањето ќе заврши неуспешно или успешно, со преземањето расте цената на акциите на пазарот, односно вредноста на акциите го достигнува надоместот понуден во јавната понуда. Во функција на зголемување, односно оправдување на принципот на вето, етаблирано е сфаќањето дека изјавувањето на намерата за упатување на јавна понуда дикретно се одразува на позицијата на акционерите. Имено, веднаш по упатувањето на понудата, акционерите влегуваат во поединечни преговори за продажба на сопствените акции. Јавната понуда ја зголемува вредноста на акциите, па акционерите се во можност да ги продаваат акциите и надвор од

¹²³ Радовић В., op. cit, 119, Claus J. Hopt "The Duties of the Directors of the Target Company in Hostile Takeovers_ German and European Perspectives" 418-419.

јавната понуда со голема премија. Сето ова го оправдува дискреционото право односно овластувањето на управата во постапката на преземање.¹²⁴

Во постапката за преземање, многу често доаѓа до конфликтна ситуација помеѓу членовите на управата, во однос на акционерите. Меѓутоа, овие ситуации не се нерешливи, напротив, постојат бројни институти со чија примена се доаѓа до саканиот ефект. Одредувањето одредена надокнада на членовите на управата е еден од начините на решавање на вакви конфликти. Целното друштво може да предвиди надокнадата да се состои од варијабилен дел кој ги спојува интересите на директорот со интересите на друштвото и акционерите. Надокнадата ќе зависи од успешноста на друштвото. Кога членот на управата ќе стане и акционер, тогаш и реално е да се очекува да се намалат конфликтите помеѓу членовите на управа.

ЧЕТВРТА ГЛАВА

МЕРКИ НА ОДБРАНА ОД НЕПРИЈАТЕЛСКО ПРЕЗЕМАЊЕ

1. Правна допуштеност на мерките од непријателско преземање

Во модерниот свет на корпоративно управување, постојат голем број на мерки на одбрана од непријателско превземање. Овој круг на мерки не е затворен бидејќи секојдневно во работењето на база на потребите и интересите на заинтересираните субјекти, се креираат нови одбранбени

¹²⁴ Во просек порастот на цената на акциите во периодот на најава на преземање е околу 30%. “Во секој случај најавата за преземање за акционерите е добра вест” Roberta R. 125-126

стратегии, нови варијанти и комбинација на постоечки мерки, што во себе носат одреден степен на арбитрарност и непрецизност.

Големиот број на разновидни мерки, ја наметна потребата секое национално законодавство, односно секое акционерско друштво да одреди дали примената на мерките на конкретни мерки на одбрана е дозволено или не, односно оправдано или не. Во таа смисла, секоја држава ја одредува границата на зачестеното користење на мерки на одбрана. Иако во почетокот на текстот нагласивме за видовите на мерки и потребата од нивна класификација, во ова глава посебно се фокусираме на темелите на ова проблематика. Ова е од причина што станува збор за специфична проблематика, со бројни специфики кои нужно бараат посебна глава за анализа.

Во принцип, ќе зборуваме за мерки на одбрана на акционерското друштво и мерки на одбрана на органите во акционерското друштво, како две нивоа или вида. Ова е од причина што различни се правните правила кои се применуваат на секој од нив. Имено, зависно од видот на правните извори кои ја одредуваат границата на дозволеност на примена на мерките на одбрана, односно законот и подзаконските акти, како и конститутивните акти, произлегува и поделбата на законската правна допуштеност и статутарна правна допуштеност. Законската и статутарната допуштеност на мерките ја одредува границата на дозволеноста на актите, односно го определува степенот на санкции, мерки и дејствија за и против однесувањето на органите на управување и акционерите.

1.1. Законска допуштеност

Во интерес на утврдувањето на дозволеноста на секоја поединечна мерка против преземањето, од стожерно знаење е испитување на законските услови за нивно усвојување, односно нивно имплементирање во актите за основање. Иако станува збор за прашање со голема комплексност, испитувањето на законската допуштеност, игра суштествена улога во низата други фактори кои влијаат за оценување на природата и дозволеноста на

секоја конкретна мерка од практиката.

Доколку акционерското друштво може да ја примени мерката на одбрана, без исполнување на некаков услов, во тој случај зборуваме за допуштена мерка на одбрана. Условно допуштени ќе бидат мерките чие усвојување е дозволено од исполнување на некаков услов од страна на акционерското друштво или тоа се ограничени допуштени мерки, како на пр. стекнување на сопствени акции, исплата на меѓудивиденди, продажба на акции на белиот витез итн.

И недопуштени мерки на одбрана би биле оние кои со закон се забранети. Кај ваквите недопуштени мерки, секоја понатамошна анализа би била беспредметна, додека кај допуштените и условно допуштени мерки, се отвара можност за нивна понатамошна анализа или испитување на статутарната правна допуштеност.

Во зависност од содржината на конкретната мерка на одбрана за која станува збор, се лоцира и правната рамка, односно законската регулатива што треба да одреди дали истата е допуштена или не, во смисла на законот којшто се применува. Бидејќи институтот мерки на одбрана, најчесто се поврзува со компаниското право, право на хартија од вредност, трговско право, договорно право итн. или пак комбинација од неколку правни гранки, во таа смисла и одговорот за допуштеноста на мерката на одбрана би се базирал на решенијата на сите овие законски прописи. Имено, да се утврди дали конкретна мерка против преземањето е спротивна на законот, не е доволно само да се направи анализа на ЗПАД во смисла на македонско право. Попрецизно, ова проблематика бара темелно познавање на корпоративното управување, целите на конкретните законски решенија од сите погоренаведени области, интенцијата на законодавецот, деловната практика, доброто корпоративно управување итн. Конечно, од исклучително битно значење е колку и на кои места законодавецот остава простор за поинакво уредување на односите во друштвото, односно предвидува „резервни норми“ кои му дават право на секое акционерско друштвото поинаку да го уреди конкретно прашање од решението содржано во законот. За таа цел, нужно е да се води сметка за полноважноста на одредбите од статутот и да се анализира прашањето за статутарната допуштеност на мерките.

1.2. Статутарна допуштеност

Секое акционерско друштво може да ја утврди границата на правната допуштеност на поедини мерки на одбрана и тоа исклучиво на законски дозволените или условно дозволените мерки. Причините поради кои акционерското друштво може да одлучува кои мерки на одбрана ќе ги усвои се различни, најбитна е желбата на друштвото да се афирмира на пазарот на корпоративна контрола. Ограничувањата на друштвото се инкорпорирани во конститутивни акти, па оттука, и станува збор за статутарна допуштеност, условна допуштеност и недопуштеност на мерките на одбрана.

Сепак, содржината и концептот на мерките против преземањето на друштвото, не смеат да отстапуваат од императивот поредок на правниот систем. Мерките мора да бидат во согласност со законот и деловните обичаи. Во контекст на дозволеноста на мерките против потенцијалното преземање на таргетираното друштво, спротивно на законот е во статутот да се имплементира одредба со која се забранува стекнување на повеќе од 10% капитално учество во друго друштво, со што се ограничуваат мерките на одбрана со заемно капитално учество или, пак, забрана за исплата на меѓудивиденда, со што мерката од законски дозволена, станува статутарно недозволена.

Кога ќе се утврди дека мерката на одбрана е допуштена законски и статутарно или, пак, е условно дозволена, тогаш е потребно утврдување дали мерката на одбрана е допуштена за органот на управување во акционерското друштво, односно дали органот е надлежен за донесување на одредени одлуки. Конечно, но не и најмалку битно во контекст на ова прашање, дали таа мерка е дозволена знаејќи дека постојат прописи кои се однесуваат токму за правото на преземање.

Правни извори кои ја одредуваат надлежноста на органот на друштвото за донесување одлука за усвојување на мерки на одбрана се: правните прописи на акционерското друштво, конститутивните акти, одлуките на собранието на акционери и органот на управата. Органот на управата има право да усвои одредена мерка на одбрана кога тоа е пропишано со закон, кога

тоа право произлегува од конститутивните акти на друштвото или кога овластувањето го донел собранието на акционери.

Во врска со дозволеноста на мерката на одбрана, во однос на постоењето на прописи за преземање, законската регулатива не може во целост да навлегува во одлуките на собранието на акционери со кои го штити друштвото од преземање. Ова е од причина што во духот на слободата на одлучувањето и во духот на корпоративното управување е да се менаџира со капиталот слободно со волјата на заинтересираните субјекти. Собранието може да ја усвои секоја мерка за која е надлежен пред упатувањето на понудата за откуп од страна на трето лице, за време на изјавувањето на намерата за преземање, и по завршување на постапката за преземање. Во развојот на овој концепт на заштита, се наметнува прашањето: Дали истото важи и за управата на целното друштво? Па оттука, од овој аспект, се прави разлика помеѓу претходни и дополнителни мерки на одбрана.

Претходните мерки на одбрана, како превентивни мерки, не се врзани за посебните прописи на преземање, нивната дозволеност е во согласност со правилата на компаниското право, берзанската регулатива судска практика итн. Оттука, нивното усвојување од страна на управата е допуштено.

Дополнителните мерки на одбрана од преземање зависат од посебните одлуки за преземање чија примена започнува со започнување на постапката за стекнување контрола над целното друштво. Дискутабилно е прашањето за надлежноста на управата за усвојување на дополнителните мерки на одбрана. Во основа, проблемот којшто создава простор за полемика и дискутабилност, се однесува на лоцирањето на вистинската волја на управата, односно, дали по упатувањето на понудата, односно намерата за преземање, органите на управата може да усвојуваат дополнителни мерки. Во компаративните правни системи, застапено е гледиштето дека посебните правила било да е закон, подзаконски акти, регулаторни прописи или судски одлуки, важат за репресивните мерки што ги усвојува управата.

Во врска со ова, управата ја задржува својата надлежност за усвојување, меѓутоа со право на верификација од страна на собранието на акционери.¹²⁵

¹²⁵ Во текот на постапката на преземање, надлежностите на управата се ограничуваат по сила на законот. Управата не може да издава хартии од вредност, да заклучува правни работи кои ќе влијаат врз промена на имотот или одговорностите на друштвото, да стекнуваат во име на

Ваквото решение е во функција на заштита на правата на акционерите и истото, во никој случај, не значи нарушување на овластувањата на органите на управата, ниту намалување на нивниот делокруг на работа. Ваквите гледиште и законски решенија се најкомпатибилни во насока на правилно перципирање на мерките против непријателско преземање.

2. Правните последици од преземањето на недопуштени мерки на одбрана

Мерките на одбрана усвоени од органот на управување на акционерското друштво на начин што не е уреден во законот, статутот или кој било друг општ акт којшто ја уредува материјата *in concreto*, претставуваат недопуштени мерки на одбрана. Мерките на одбрана од непријателско преземање претставуваат стратегија за одбрана од откуп на акциите во целното друштво. Пред да се елаборираат правните последици од предвидувањето на недопуштени мерки на одбрана, од исклучително битно значење е да се истакне дека правните последици од недопуштените мерки се однесуваат на субјектите кои ги презеле, а во секој случај се рефлектираат и врз работењето на друштвото. Следствено, во целосна согласност со проф. Sorrel, на мислење сме дека непријателското преземање не секогаш значи одбранбена стратегија на сите заинтересирани субјекти, во рамки на таргетираното друштво. Во практиката, најчесто непријателското преземање се однесува на отсуството на волја на страната на членовите на одборот на управување. Ова не значи дека светската корпоративна практика не познава мерки на одбрана предвидени во статутот на акционерското друштво, со целосна согласност од страна на акционерите како сопственици на корпоративниот капитал. Поинаку кажано, мерките на одбрана, предвидени од страна на акционерите, се во целосна согласност со членовите на одборот на управување.

друштвото сопствени акции. За вакви одлуки, потребно е согласност од собранието на акционери. Во принцип, модификацијата на надлежноста на управата за време на постапката за преземање т.е. пренесувањето на надлежноста од управата на собранието на акционери е во согласност со должноста на управата сите правни дејствија кои ги презема да се во интерес на друштвото, а не во свој интерес. Hopt K.J. "European Takeovers – Law and Practice", Butterworths, 1992, str.185

Зависно од присуството или отсуството на волја за преземање на акционерското друштво, секое акционерско друштво креира своја офанзивна или дефанзивна стратегија за одбрана од непријателско преземање, за која пак, се потребни исполнувања на одредени стандарди и законски критериуми како услов за полноважност на преземањето. Во низата прашања кои се однесуваат на различните мерки на одбрана од непријателското преземање, познати во светската деловна практика, суштествено е прашањето за полноважност на условите односно, нивната допуштеност, субјектот од којшто се предвидени, и конечно, правните последици како резултат на недопуштените мерки против непријателското преземање.

Во интерес на темелното осознавање на проблематиката, истовремено покривајќи ја апликативната димензија на ова проблематика, како суштествен предмет во делот на практиката на ова правно прашања, ги поставивме неколкуте акти за основање на акционерски друштва во Република Македонија. Преку анализа на поединечните одредби во актите за основање на акционерските друштва, ќе се обидеме да ја елаборираме нашата проблематика, врзана за докажувањето на постоењето или непостоење на мерки против непријателското преземање на акционерските друштва. Во контекст на ова, предмет на анализа ни беа 12 статuti и тоа:

- *Статут на Комерцијална Банка на АД-Скопје;*
- *Статут на НЛБ -Тутунска Банка на АД-Скопје;*
- *Статут на друштво за производство на чевли „Баргала“- АД Штип;*
- *Статут на Триглав Осигурување АД Скопје,*
- *Статут на Капитал Банка -АД Скопје;*
- *Статут на Акционерско друштво за управување со задолжителни и доброболени пензиски фондови НЛБ Пензиски фонд- Скопје;*
- *Статут на Капитал Банка - АД Скопје;*
- *Статутот на Друштво за земјоделско-сточарско производство, преработка и промет на големо и мало СКОВИН - АД Скопје,*
- *Статут Македонски Телеком, Акционерско друштво за електронски комуникации – Скопје;*
- *Статутот на ПИ „Витаминка“ АД-Прилеп;*

- *Статут на „Макпромет“ АД – Штип;*
- *Друштво за производство и дистрибуција на топлинска енергија топлификација – АД Скопје*
- *Статут на Фершпед - АД Скопје*
- *Статут на Димко Митрев- АД Велес.*

Со цел да не го преоптоваруваме текстот со статутарни одредби на основачките акти, кои ни беа предмет на анализа, во рамки на две табели ги евидентиравме прашањата кои се уредени во основачките акти на 12 трговски друштва со статус на акционерски друштва, основани на територијата на Република Македонија. Во анализата на основачките акти тргнавме од дескриптивна анализа на одредбите, проучувајќи ја законитоста на актите, допуштеноста во смисла на ЗТД, ЗХВ, ЗЕС,¹²⁶ ЗПАД, деловните обичаи итн. Основната идеја во анализата на основачките акти на наведените 12 трговски друштва е во корелација со една од потхипотезите на темата и тоа: утврдување на позицијата на македонската корпоративна практика во делот на пријателско и непријателско преземање, преку анализа на основачките акти на трговските друштва. Конкретно:

- *на кој степен на зрелост е македонската корпоративна практика на полето на пријателското и непријателското преземање?*
- *Дали во Република Македонија постојат трговски друштва кои се бранат, односно создаваат одбранбена стратегија во однос на потенцијалните преземачи?*
- *Доколку тоа е практика, кои методи и инструменти ги користат во креирањето на одбранбена стратегија?*
- *Дали станува збор за допуштени или недопуштени мерки на одбрана?*
- *Дали мерките се имплементирани од страна на акционерите или органите на управата?*
- *Дали мерките против непријателското преземање се имплементирани во интерес на сопствениците на акционерскиот капитал, или станува збор за мерки за заштита на позицијата на*

¹²⁶ Закон за едношалтерскиот систем и за водење на трговскиот регистар и регистар на други правни лица („Службен весник на Република Македонија“ бр. 84/2005, 13/2007, 150/2007, 140/2008, 17/2011, 53/2011, 70/2013, 115/2014 и 97/2015).

членовите на органите на управување.

Уште во фазата на собирање на материјали за изработка на темата, констатиравме дека анализата на оснивачките акти (статути) на конкретни акционерски друштва, е нужен предуслов за да одговори на одредени прашања поставени во нашата хипотеза. За таа цел, пристапивме кон проучување на актите, со цел да одговориме на погоре поставените прашања и да извлечеме соодветни заклучоци во поглед на истите.

Во анализата на поединечните одредби на одделните статути на акционерски друштва основани во Република Македонија, констатиравме дека во основа, најголем дел од одредбите во законот се однесуваат на уредување на правни прашања од областа на основањето, управувањето, внатрешната организација на друштвото, основната главнина, акциите и преност на акции, зголемувањето и намалувањето на основната главнина, настапувањето и одговорност на друштвото во правниот промет, надлежностите на собранието на друштвото, деловни тајни, распределба на добивката и загубата, постапка за измена на статутот, начини на решавање на споровите помеѓу акционерите и акционерите и друштвото.

За забележување е фактот што во некои од актите беа имплементирани одредби кои се однесуваат на заштитата на животната средина и се во функција на нагласување на степенот на општествена корпоративна одговорност на друштвото. Сепак, анализата на сите поединечни акти *in concreto*, не наведе на констатација дека акционерските друштва во Република Македонија не содржат одредби кои манифестираат одбранбена стратегија од непријателско преземање. Во одредбите содржани во статутите, ниту во еден сегмент не е содржана индикација за мерки од непријателско преземање. Во основа, ова прашање директно не е уредено во ниту еден од поединечните акти на основање.

Сепак, ова не значи дека во практиката акционерските друштва основани во Република Македонија не познаваат мерки на одбрана од непријателско преземање. Како што нагласивме погоре, познат е случајот на Топлификации АД-Скопје, ТТК-Банка, преземањето на Охридска Банка. Последниве две преземања се вбројуваат во категоријата на пријателски преземања. Првиот случај преку формирањето на мнозинскиот пакет на акции се вбројува во

случаи на непријателско преземање. Според нашето мислење формирањето на мнозинскиот пакет во конкретниот случај на Топлификации АД-Скопје и воопшто, теоретски како мерка, не влегува во мерки на непријателско. Ова е од причина што идејата на Топлификации беше да се заштити од откуп на раситнет акционерски капитал и доведувањето на одредени акционери во незавидна позиција (дискриминирани во однос на останатите). Дотолку повеќе што купувањето на мнозинскиот пакет акции, преку законската обврска за упатување на јавна понуда до сите акционери, има бројни други предности од интерес за друштвото.¹²⁷

Со цел да не го обремениме текстот на цели статuti, табеларно ќе издвоиме што е суштествено за нашето прашање. Табелата се однесува на статутите на 6 акционерски друштва и тоа: АД-Капитал Банка, АД-Тутунска Банка, АД-Макошпед, АД-Баргала од Штип, Триглав-осигурување, Комерцијална Банка-АД Скопје.

Табеларен приказ и компарација на содржината на 6 акционерски друштва основани на територијата на Република Македонија

| Капитал банка АД Скопје | Тутунска банка АД Скопје | АД Макошпед Скопје | АД Баргала Штип | АД-Триглав Скопје | Комерцијална Банка Скопје |
|--|--|---------------------------------------|---|---|---|
| Почетен капитал, Акции, Сопствени средства и резерви | Име, седиште, статусни обележја и предмет на работење на банката | Фирма, Предмет и седиште на друштвото | Предмет на работа, внатрешна организација | Фирма, заштитен знак и седиште на друштвото | Фирма, седиште и предмет на работење на банката |
| Предмет на работење | Сопствени средства, основна | Внатрешна организација на | Основна главнина, акции, | Предмет на работење на друштвото | Номинална вредност на основната |

¹²⁷ Мерките кои се преземаат во насока на пријателското и непријателското преземање во никој случај не смеат да се одразат на економската иднина на друштвото. Друштвото продолжува да функционира преку нови носители на акционерски капитал, нови членови на органот на управување. Во насока на ова, не треба да се заборави статусот на вработените, и нивната изложеност на ризик од престанување на работниот однос.

| | | | | | |
|--|--|--|---|---|---|
| | главнина, права и обврски, зголемување и намалување на основната главнина | друштвото | зголемување и намалување на основна главнина правни односи помеѓу друштвото и акционерите | | главнина, број на акции по род и класа, зголемување и намалување на почетниот капитал, |
| Супервизорски стандарди | Права, обврски и одговорност на акционерите | Основана главнина – намалување и зголемување | Одбор на директор | Основна главнина (акционерски капитал на друштвото) | Трговски книги, годишни сметки, финансиски извештаи, распределба на добивка и формирање на резерви од страна на банката |
| Изложеност, ликвидност и солидноста на Банка | Водење сметководствено, трговски книги, годишна сметка и финансиски извештаи | Управување и раководење со друштвото | Собрание на акционери, записник од собрание на акционери | Права содржани во акциите | Супервизорски стандарди |
| Собрание на акционери / кворум за работа | Статусни промени | Собрание – надлежност | Деловни книги, и утврдување на деловниот резултат | Поврзани лица | Статусни промени, меѓусебни односи на акционери во |

| | | | | | |
|---|--|---------------------------------------|--|---|---|
| | | | | | случај на статусни промени во друштвото |
| Кредитен одбор и одбор за управување со ликвидносен ризик | Супервизорск и стандарди | Добивка и нејзината распределба | Распределба на добивката и загубата од работењето на друштвото | Собрание на друштвото (кворум за работа, овластување на полномошник – писмен и електронски пат на овластување | Органи на банката и управување со банката: Собрание на акционери, Управен одбор Надзорен одбор, |
| Служба за внатрешна ревизија | Начини на управување со банката, формирање на органи на банката | Планови и програми за работа и развој | Преобразба на друштвото и статусни промени | Одобр на директори на друштвот, одговорност и забрана за конкуренција | Одбор за управување со ризици, одбор за ревизија, кредитен одбор, стручни тела |
| Лица со посебни одговорности | Управен одбор, надзорен одбор, сектор за внатрешна ревизија на банката | Деловни тајни | | Уредување на односите во друштвото | Судир на интереси |
| Банкарска деловна тајна | Банкарска деловна тајна | Престанок на друштвото | | Деловни книги и извештаи | Лица со посебни права и одговорност |

| | | | | | |
|--|---|------------------|--|---|---|
| Финансиски резултати и распоределба на добивка | Постапка за донесување и изменување на статутот и на други акти на банката, начини на престанување на банката | Статусни промени | | Внатрешна ревизија на друштвото, внатрешна организација за астапување траење и престанок на друштвото | Служба за внатрешна ревизија, начини на решавање на споровите помеѓу акционерите во банката, Заштита и унапредување на животната средина. |
|--|---|------------------|--|---|---|

Табелата се однесува на статутите на 6 акционерски друштва и тоа: АД Витаминка, АД Фершпед-Скопје, АД Сковин, Телеком, Топлификација-Скопје, НЛБ-Пензиски фонд.

Табеларен приказ и компарација на содржината на одредбите од статутите на акционерски друштва во Република Македонија.

| Витаминка АД Прилеп | АД Фершпед Скопје | АД Сковин | АД Телеком Скопје | Топлификација АД Скопје | НЛБ Пензиски фонд Скопје |
|------------------------------|----------------------------------|------------------|--|---|---|
| Назив и предмет | Фирма и седиште | Фирма и седиште | Фирма, седиште и заштитен знак на друштвот | Фирма, седиште и предмет на работење на акционерското друштво | Име и седиште на доброволниот пензиски фонд |
| Внатрешна организација на АД | Предмет на работење на друштвото | Основна главнина | Предмет на работење на друштвото и | Настапување и одговорност на акционерското | Управување со пензискиот фонд |

| | | | | | |
|---|---|--|---------------------------------------|---|---|
| | | | внатрешна организација | друштво во правниот промет | |
| Основна главнина, акции и видови на права од акциите | Управување со друштвото, Надлежност на собранието и органот на управување | Зголемување и намалување на основната главнина, конвертибилни обврзници | Основна главнина и видови акции | Одлучување и управување со акционерскиот капитал | Пензиски надомест и поплаки |
| Инвестирањ е во друштвото и надвор од друштвото | Заштита на животната средина | | Зделки со заинтересира ни лица | Застапување на акционерското друштво | Инвестирање на средства, одговорност на друштвот |
| | | Деловна тајна | Деловна тајна | Зделки со заинтресирани страни и големи зделки | Надомест, провизии, Сметководство ревизија |
| | | Основи за престанок на друштвото | Заштита на животната средина | Известување на акционерите во друштвото, објавување на атите на друштвото, престанување на друштвото | |

Од табеларниот приказ на актите за основање, јасно се гледаат прашањата кои се предмет на уредување во акционерските друштво. Темелното анализирање на секоја поединечна одредба во рамки на актите, не покажа ниту директни, ниту индиректни индикации во насока на мерките против преземањето. Сепак, како што напоменавме и погоре во текстот, мерките може да бидат дополнително преземени, и македонската практика покажа дека иако

изречно не се содржани во статутите, во практиката во интерес на одредена категорија субјекти, истите се преземаат.

Констатацијата создадена на база на проучување на основачките акти и нивна компаративна анализа е и во интерес на елаборирање на прашањето за правните последици од преземањето на друштвото.

Правните последици од превземање на недопуштени мерки од страна на управата на целното друштво и собранието на акционери не се исти. Ова е сосема логично решение ако се земе предвид фактот дека акционерите имаат поголеми оправдани овластувања да дејствуват во насока на креирање одбранбена стратегија од непријателски преземања. Во случај кога нема разлика во цена, или нема голема разлика во цена, а преземачот е насочен кон чиста експлоатација на таргетираното друштво, јасно е дека акционерите ќе дејствуваат во насока на негово спречување.

Органите на управата се во друга позиција. Тие не вложуваат капитал, тие не се акционери, оттука, мерките од непријателско преземање што ги преземаат, се дозволиви во рамки на помал делокруг на овластувања. Законодавецот, сосема оправдано, со најголем степен на внимание, водел сметка при утврдувањето на допуштеноста и правните последици од преземените мерки од непријателско преземање.

На мерките на одбрана, преземени од страна на управата, се применуваат широк дијапазон на санкции, отколку на мерките на одбрана усвоени од собранието на акционери што е и логично имајќи во предвид дека законот го ограничува усвојувањето на мерките на одбрана од страна на собранието на акционери.

Според предметот на санкционирање, правните последици од преземање на недопуштени мерки се правни последици со кои се санкционираат лицата кои постапиле спротивно на законот и правни последици кои се усмерени против недозволените дејанија. Во насока на ова ЗПАД, во член 65 (1) предвидува дека *тој којшто при преземање на акционерско друштво даде или наведе неистинити информации во проспектот или даде конкурентска понуда за преземање спротивно на одредбите на ЗПАД и со тоа наведе едно или повеќе лица да купуваат или продаваат хартии од вредност, ќе се казни со затвор до три години.*

За прекршоците утврдени со ЗПАД, прекршочна постапка води и прекршочна санкција изрекува Комисијата за хартии од вредност, согласно со одредбите од ЗХВ. Во врска со правните последици е и поделбата на претходни и дополнителни недопуштени мерки на одбрана, особено кај дополнителните мерки на одбрана за кои постојат специјализирани прописи, кои го прошируваат кругот на општите правни санкции и со посебни како што се одговорност за прекршок, управно-правна санкција и ништовност на правни работи. Санкциите кои се изрекуваат против мерките на одбрана или тие што ги усвоиле можат да бидат казнено-правни, управно-правни и компанископравни (граѓанско-правни) санкции.

Во принцип, казнено-правната санкција е парична казна која се изрекува во прекршочна постапка против целното друштво, членовите на управата и одговорните лица во целното друштво.¹²⁸ Во насока на казнено-правната заштита и санкција, законодавецот дејствува преку кривичниот систем на заштита во делот – *измама при работењето со хартии од вредност*. Оттука, според член 275, тој што при преземање на акционерско друштво или пуштање во промет хартии од вредност или удели и друга документација која се однесува на хартиите од вредност или уделите, врз основа на невестината, нецелосна или пристрасна информација, лажно ќе ја прикаже имотната состојба на правното лице кое ги пушта во промет хартиите од вредност или уделите, податоците за добивката или загубите, неговото финансиско работење или други податоци за работењето на правното лице што влијаат врз пазарната вредност на хартиите од вредност или уделите, со што ќе наведе едно или повеќе лица да ги продаваат или купуваат акциите или другите хартии од вредност или уделите, ќе се казни со парична казна или со затвор до три години. Со парична казна или казна затвор од три години ќе се казни и тој што во правното лице спротивно на својата должност за чување деловна тајна, ќе соопшти на неовластено лице или на друг начин ќе искористи податок кој претставува деловна тајна што влијае врз цената на хартиите од вредност или уделите и со тоа ќе ги доведе во нееднаква положба физичките или правните лица на пазарот на хартиите од вредност или уделите (КЗ, член 275/1).

¹²⁸ Хрватски ЗПДД закон о преузимању дионачких друштва из 2007 г..

Конечно, Одговорно лице во правно лице, лице со посебни овластувања, друг вработен во правното лице, акционерите или содружниците во правното лице или надворешен соработник на правното лице што има пристап до внатрешни информации, кое во своето работење ќе стекне доверливи информации или други внатрешни информации од значење за работењето на правното лице и вредноста на хартиите од вредност или уделите и нив неовластено самиот ќе ги искористи или ќе ги пренесе на трето лице, кое врз основа на тие информации со купување или продавање на хартии од вредност или уделите на правното лице или се обелоденуваат други невестинити податоци и ќе прибави за себе или за друг поголема имотна корист, ќе се казни со затвор од една до пет години (КЗ, член 65/3).

Прекршокот може да биде извршен со сторување и несторување, во секој случај за да се примени прекршочна санкција спрема член на Управниот одбор мора претходно да се утврди прекршочната одговорност бидејќи секако тоа е нужната претпоставка за да се примени казна. Членот на управниот одбор е одговорен за прекршокот ако во време на извршување на истиот бил свесен и ако прекршокот го извршил со умисла или од небрежност.¹²⁹ Во нашиот ЗПАД нема одредба според која ќе се казни член на Управен одбор ако прекршокот го стори со умисла. Според општите принципи на прекршочно право за прекршочна одговорност доволна е и небрежност.¹³⁰

Управно-правните санкции опфаќаат разни принудни мерки кои може да ги изрече некое регулаторно тело кое се занимава со преземањето. Комисијата за хартии од вредност скоро во сите права е правно лице кое врши надзор над функционирањето на финансискиот пазар кој го опфаќа пазарното преземање, контрола на работата на учесниците на пазарот, како и контрола на работата со хартии од вредност и утврдува во која мера однесувањето на учесниците во постапката на преземање се во склад со принципот на неутралност утврден со закон.¹³¹ Некои законодавства, како што е германското, на комисијата ѝ даваат овластувања да изрекуваат управни мерки, односно парични казни спрема членовите на управата, ако во некој случај ја прекршат забраната.¹³²

¹²⁹ Член 6 од Закон за прекршоци,

¹³⁰ Закон за прекршоци, Службен весник на РМ, 124-2015.

¹³¹ Управно право-Стеван Лилић, Београд 1998стр.274-275

¹³² Немачки WpUG,чл. 60(1)(8)

Граѓанско-правните санкции можат да бидат против одлуката на Управниот одбор и против одлуката на собранието на акционери. Граѓанско-правните последици во смисла на санкција за направените пропусти и дејствија спротивни на законот, се концентрираат исклучиво во ништовноста на правното дело. Иако во ЗПАД никаде не е предвидено поништувањето на конкретни мерки против преземањето, во правната теорија прифатено е гледиштето дека во случај на лоцирање на мерки спротивни на интересите на акционерите, односно во интерес на органите на управување, а спротивни на законот, истите може да се поништат.¹³³

Компаративната судска практика и теорија, прашањето за побивањето на одлуките на собранието на акционери, на предлог или без предлог на управата, го доведува во врска со поништувањето. Попрецизно, доколку може конкретна одлука на собрание на акционери да се побие, може и да се поништи. Ваквите решенија се содржани и во ЗТД, во смисла на причините и повлекувањето на ништовноста. Сепак, во ниту еден сегмент не е наведено предвидувањето на непријателски мерки или мерки спротивни на Законот.¹³⁴

Земајќи ја предвид специфичноста на ова проблематика, на мислење

¹³³ Види повеќе за ова: Радовић В., *op. cit.* 56.

¹³⁴ Покрај случаите изречно пропишани во овој закон, одлуката на собрание е ништовна, ако:

- 1) одлуката е донесена на собрание што не е свикано во согласност со законот и со статутот, освен ако на собранието се присутни сите акционери;
- 2) собранието не е ја донело одлуката на начин и во облик определен со закон и со статутот;
- 3) е спротивна на битието на друштвото или ако нејзината содржина е спротивна на закон, на моралот или на одредбите на статутот;
- 4) собранието одлучувало за прашање што не е во негова надлежност;
- 5) одлуката не е внесена во записникот на начин определен со овој закон;
- 6) е избран орган на управување, односно надзорен одбор што е составен спротивно на одредбите на овој закон или на статутот;
- 7) со одлука, собранието избрало за член на орган на управување, односно надзорен одбор физичко лице коешто не било предложено во согласност со овој закон или со статутот;
- 8) со одлука, собранието избрало во органот на управување, односно надзорниот одбор повеќе физички лица отколку што е определено во овој закон, односно во статутот;
- 9) со одлука собранието избрало лице кое во времето кога е избираемо не ги исполнува условите утврдени со овој закон за избор во органот на управување, односно надзорниот одбор;
- 10) собранието одлучило да ја одобри годишната сметка и финансиските извештаи на кои што не е извршена ревизија или ако ревизијата не е извршена во согласност со закон или ревизијата не ја извршил овластен ревизор;
- 11) собранието одлучило да ја одобри годишната сметка, финансиските извештаи и годишниот извештај за работата на друштвото во претходна деловна година без нивно претходно усвојување од органот на управување и од надзорниот одбор;
- 12) ако при подготвувањето на годишната сметка не се почитувани одредбите од овој закон или статутот со коишто се утврдени обврските за издвојување и користење на средствата за резерви; и
- 13) со правосилна одлука на судот е утврдено дека одлуката на собранието е ништовна.

сме дека исклучително тешко е да се определи дали се исполнети условите за поништување на конкретна одредба од статутот, посебно кога станува збор за мерка преземана во интерес на управата. Истражувањето на пресуди и деловна практика на полето на правните последици, нè упати на констатацијата дека најчесто суд или арбитражниот совет од случај до случај цени дали има основа за поништување, согласно важечкото, односно применливото право.

2.3. Одговорноста на членовите на одборот на директори во импелементирањето на мерките од непријателско преземање

Управниот орган, односно членовите на органот на управување ги остваруваат првите контакти со „*потенцијалниот преземач*“ на таргетираното друштво. Намерата за преземање, односно откуп на пакет акционерски капитал од таргетираното друштво, во принцип настанува прв, ја осознава управниот орган. Во ова фаза најбитни се мерките и активностите на страната на органот на управување. ЗПАД во насока на остварување на заштита на интересите на акционерите и друштвото, предвидува кои однесувања на органите се подведуваат под прекршок.

Во ова смисла е и членот 56 од ЗПАД каде е утврдено дека овластеното правно лице е должно да го одбие или отстрани налогот за купување или продажба на хартии од вредност, ако знаел или би можел да знае дека извршувањето на налогот е спротивно на ЗПАД. Во ова смисла, Глоба во износ од 5.000 евра во денарска противвредност ќе му се изрече за прекршок на овластено правно лице, ако: не одбие или не го отстрани налогот за купување или продажба на хартии од вредност, согласно со одредбите на членот 56 од ЗПАД. ЗПАД во првичниот дел од текстот предвидува забранети однесувања на органите на управување, за во делот на прекршочните санкции е евидентирано прашањето за глоба. Во контекст на нашето прашање битни се глобите со кои се товарат овластени лица, односно органите на управување. Оттука, ЗПАД, член 73 (2) органот на управување ќе се казни со глоба од 5.000 евра во денарска противвредност доколку не достави извештај до КХВ документи и докази за утврдените неправилности. Сите овие мерки се во делот

на обврските на овластените лица во постапката за преземање.

Идентична глоба се предвидува за овластеното лице во случај кога за времетраење на понудата за преземање на барање на Комисијата не ги доставува сите информации кои му се на располагање и кои се потребни за контрола над извршување на понудата за преземање.

Одговорноста на членовите на одборот на управување е предвидена во КЗ, ЗПАД, ЗХВ и ЗТД. Сите овие закони содржат применливо материјално право кое, зависно од случајот, може да се примени. Сепак, судот на база на фактите во постапката и на база на доставените докази, одлучува дали постои одговорност на страна на органите на управата.¹³⁵

3. Видови мерки на одбрана од непријателско преземање

Големиот број на различни мерки на одбрана од преземање ја наметнува потребата од нивно класифицирање по различни критериуми и покрај тоа што секојдневно се креираат нови мерки, нови варијанти на постоечките или пак комбинација од повеќе мерки на одбрана и секоја поделба во себе има одреден степен на арбитрарност и непрецизност. Најрелевантна е класификацијата на: мерки на одбрана во поширока смисла и во потесна смисла; мерки на спречување и мерки на отежнување, мерки на органите на целното друштво и мерки на акционерите, претходни и накнадни, прави неправни мерки, отповикливи и неотповикливи, општи и посебни, офанзивни и дефанзивни и допуштени условни и недопуштени кои веќе ги елабориравме.

3.1. Мерки на одбрана во поширока и во потесна смисла

Во поширока и потесна смисла, мерките на одбрана ги опфаќаат одбранбените мерки на сите потенцијални учесници во постапката на преземање, како и сите кои можат да ги почувствуваат последиците од преземањето, без разлика кој орган е надлежен да ги усвои и се однесуваат на конкретно друштво. Тие се усвојуваат со намера да се одбрани од

¹³⁵ За улогата на органите на управување во постапките за преземање и управувањето со капиталот на друштвото види : Enron, WorldCom and other Disasters, Cato Institute, 2012.

непријателско преземање.

За разлика од нив кои се однесуваат на конкретно друштво, мерките на одбрана, во поширока смисла, се однесуваат на сите видови мерки кои имаат дестимулативен карактер кои, покрај мерките во потесна смисла, ги опфаќаат и економските (степенот на концентрација на сопственоста над акционерските друштва, ефикасноста и ликвидноста на пазарот, итн.) и правни (законски и подзаконски акти кои дестимулативно влијаат на отварање на пазарната корпоративна контрола) прашања кои не се врзани за едно акционерско друштво, туку на сите друштва кои припаѓаат на еден економски или правен систем. Во нашиот труд ќе бидат елаборирани мерките на одбрана во потесна смисла.

Мерки на спречување и отежнување на преземање

Во зависност од јачината на ефектот од преземањето мерките на одбрана можат да се издвојат како мерки на спречување и мерки на отежнување на преземањето. Првите го спречуваат преземањето и тие друштва имаат потполна заштита од преземање. Вторите мерки го одвраќаат од намерата потенцијалниот понудувач да упати понуда. Како причини за одвраќање се јавуваат поскапување на постапката за преземање, па преземањето станува неисплатливо, одовлекување на преземањето, контрола над друштвото, создавање на неатрактивно друштво и др.

Мерки на одбрана на целното друштво (управа и собрание на акционери) и акционерите

Од фактот на кој орган е упатена понудата за купување на акции тие органи се во состојба да се бранат. Логично, понудата е упатена на целното друштво и акционерите, па отаму е и наведената поделба. Во целното друштво мерките на одбрана можат да бидат усвоени од органот на управа и од собранието на акционери. Собранието на акционери ги усвојува мерките на одбрана врз основа на одлука на собранието во согласност со конститутивните акти на друштвото и законот. Сите одлуки кои ги донесува собранието, кои имаат одбрамбен карактер се дела на одлуки со кои се менува статутот или

основачкиот акт или други одлуки. Мерките на одбрана кои ги усвојува управата се врз основа на одлуки во рамките на своите законски надлежности или овластувања добиени од собранието на акционери. Некоја остра граница помеѓу органите на управа не може да се одреди, па поради тоа ќе се третираат како мерките на одбрана усвоени од целното друштво.

Ако јавната понуда директно е упатена на акционерите, тие треба да се изјаснат дали ја прифаќаат понудата или не. Ако понудата ја прифатат акционерите со поголеми гласачки права, понудувачот ќе стекне гласачка контрола над целното друштво. Акционерите ќе се бранат од преземање со нивното активно учество на седници во собранието на акционери и правото на гласање за усвојување на мерки на одбрана во кој случај се смета дека мерката ја усвојува акционерското друштво, а не акционерите и другиот начин ги опфаќа сите мерки на одбрана на акционерите кои го отежнуваат или запираат купувањето на акции на потенцијалниот понудувач. Ваквата поделба може да се каже дека правно е најрелевантна поделба бидејќи односот на законодавецот спрема секоја од овие три групи се разликува.

Прави и неправи мерки на одбрана од непријателско преземање на капиталот во таргетираното друштво

Правите мерки на одбрана имаат дефанзивен карактер. Типичен пример за овој вид на мерки се отровни пилули и рас-тап одбрана. Неправите мерки имаат недефанзивен карактер и тие се усвојуваат за заштита од преземање и остварување на други цели. Во практика овие мерки имаа широка употреба, како такви се продажба на крунски камен, златен падобран-статусни промени, договорни клаузули за измена на контролата итн. Статутарните мерки на одбрана кои припаѓаат на собранието на акционери се „неправи“ мерки.

Отповикливи и неотповикливи мерки на одбрана

Отповикливите мерки на одбрана се мерки кои можат да се променат или укинат за време на траење на постапката на преземање од страна на тие што ги усвоиле. За да може мерката на одбрана да биде отповиклива, треба

органот што ја донел, да има право да ја деактивира, можност да ја отповика со еднострана изјава на волја и можност отповикувањето да може да се изврши во текот на постапката на преземање. Сите останати мерки кои кумулативно не ги исполнуваат овие услови се неотповикливи.

Општи и посебни мерки на одбрана

Општите мерки на одбрана се однесуваат на сите мерки кои се употребуваат како одбрамбен механизам на акционерското друштво во одбрана од преземање. Тие се применуваат против секој потенцијален понудувач, како и против можни понудувачи.

Посебните мерки на одбрана се применуваат против точно одреден потенцијален понудувач. Тоа се мерки кои пред нивното усвојување, целното друштво најчесто управата, ги утврдува слабостите на лицата кон кои планира да ја упати мерката, за да усвои мерка која ќе биде најадекватна. Противпонудата и златниот падобран се вбројуваат во посебни мерки на одбрана, од причини што противпонудата е усмерена против точно одреден понудувач, а златниот падобран, против сите понудувачи кои имаат намера да ги разрешат членовите на управата по завршување на преземањето.

Офанзивни и дефанзивни мерки на одбрана

Офанзивни мерки се нарекуваат бидејќи акционерското друштво презема офанзивна стратегија со која ќе се спречи потенцијалниот понудувач да стекне контрола над целното друштво, што значи управата на целното друштво усвојува напаѓачки мерки на одбрана директно упатена против преземачот. Во овие мерки спаѓа рас-тап одбрана и покренување постапка против понудувачот. Сите останати се дефанзивни мерки. Претходните и накнадните или превентивните и репресивни мерки на одбрана, како и допуштени, условно допуштени и недопуштени мерки, ги елаборираме во делот на допуштеност.

Денес во светот постојат и се применуваат голем број мерки на одбрана

од непријателско преземање. Заедничка карактеристика на сите е можноста за предизвикување на негативни последици врз преземањето. Во сето останато тие потполно се разликуваат. Специфичностите се движат од субјектот на усвојување (некои мерки ги усвојува собрание на акционери), правната форма во која се усвојуваат, правните прописи што се применуваат итн. Не постои универзален модел на мерки на одбрана.

Во правната теорија и корпоративната практика постојат и се применуваат голем број „мерки на одбрана“ од непријателско преземање. Меѓутоа, кругот не е затворен, напротив секојдневно се измислуваат нови стратегии, но сепак целното друштво најчесто се определува за веќе испробани познати мерки на одбрана како што се (*Бел витез, златен падобран, отровни пилули, договор за ограничување на правата на акционерите за стекнување акции, зголемување на основниот капитал на акционерските друштва преку емисија на одобрени акции, заемно капитално-учество, исплата на меѓудивиденда, принудно купување на сопствени акции и противпонуда, плурална акција, винкулација на акциите, одредувањето максимален број гласови за акционерите, одредувањето квалификуван кворум за донесувањето определени одлуки итн.*).

Под поимот „мерки на одбрана“ се подразбираат дејствијата кои органите на акционерските друштва ги преземаат во границите на своите овластувања, а кои по својата природа се подобни да го оневозможат или отежнат преземањето контрола.¹³⁶ Првите, во целост го блокираат преземањето, а вторите го одложуваат преземањето на акционерското друштво. Сепак, во практиката тешко е да се направи остра граница помеѓу тоа која мерка на одбрана каде ќе се класифицира, од причина што најчесто таргетираните друштва прифаќаат пакет на мерки за да се одбранат од евентуално преземање, а поединечното оценување на јачината на секоја мерка е неизводливо.

Во групата мерки кои го отежнуваат преземањето спаѓаат: *златни падобрани, отровни пилули, емисија на одобрени акции, исплата на меѓудивиденда, пронаоѓање бел витез итн.*

¹³⁶Радовић В., *op. cit.*, стр.17.

3.1.1. Златен падобран

Идејата за воведување на златен падобран (анг. golden parachutes) како начин на заштита на раководната структура во случај на промена на контролата над акционерското друштво, започнало да се користи 70 –те години во минатиот век во САД, а голема популарност достигнува за време на т.н. преземачка треска во 80-те години.¹³⁷

Златен падобран е мерка на одбрана на акционерското друштво од преземање на контролата над друштвото со која целното друштво се обврзува да им исплати високи надоместоци на лицата кои се на управувачки позиции во друштвото, во случај кога ќе им престане договорот по нивна волја или не, по успешно спроведената постапка на преземање.¹³⁸ И покрај тоа што постојат повеќе модалитети на ова мера на одбрана, сепак суштината е една - давање висока отпремнина, односно надомест на членовите на управата кои се на високи позиции во друштвото. Фигуративно, името златен падобран значи дека „слетувањето“ на разрешените или отпуштени членови на управата ќе биде безбедно бидејќи ќе имаат „падобран“ – надокнада, а атрибутот златен алудира на високиот надомест.

Воведувањето на златниот падобран во договорите како мерка на одбрана е оправдан од неколку причини:

Прво, една од најважните причини за висока надомест е желбата да се привлечат и задржат способни и квалификувани поединци кои ќе го водат друштвото во позитивна насока¹³⁹. Златниот падобран ги охрабрува управителите да останат во друштвото и по завршување на постапката на преземање.

Второ, високата надомест во случај на преземање на контролата претставува начин на изедначување на интересите на акционерите и членовите на управата по започнување на постапката за преземање.

Трето, со склучување на овие договори се очекува позитивен ефект да

¹³⁷ Види Peter G. Scotese, “Fold up Those Golden Parachutes” Harvard Business Review, март/април 1985 година, стр.169.

¹³⁸ Види повеќе: Радовић В. Оп. cit, стр.1; Steinbächer J., Defense Strategies against Hostile Takeovers, International University of Monaco, 2007, p.str.92

¹³⁹ Види David V. Maurer, стр. 353-354. За разлика од другите видови на надомест каде што членовите на управата се усмерени да ги задржат способните раководители, кај златниот падобран разрешените раководители го напуштаат друштвото.

имаат членовите на управата. Финансиската сигурност на управата и овозможува да донесува објективни и непристрасни одлуки во постапката на преземање. Со други зборови, тие нема да се спротивставуваат на јавните понуди кои се во корист на акционерите во целното друштво, бидејќи немаат мотив да иницираат промени во контролата каде што имаат важни позиции, што во крајна линија ја зголемува моќта на управата за обезбедување на поголеми премии за акционерите.

Четврто, емпириските истражувања покажале дека усвојувањето на златниот падобран е оправдана мерка и тоа:

-поради позитивниот однос помеѓу златниот падобран и развојот на активностите кај преземањето,¹⁴⁰

-кај друштвата кои го усвојуваат овој план расте пазарната цена на акциите,

-висината на надоместот е во директен сразмер со висината на премијата од преземањето.¹⁴¹

Некои ,пак, автори се противат на зачестената примена на златниот падобран како одбрамбена мерка од преземање, од причини што тоа го поттикнува преземањето, односно високата надомест ги поттикнуваат членовите на управата да го иницираат преземањето бидејќи тоа им оди во прилог¹⁴². Понатаму дека златниот падобран дејствува контрапродуктивно, односно ја погодува онаа управа која не е ефикасна, добиената премија погрешно се насочува, односно дел од средствата на акционерите во друштвото се одлева на златниот падобран, како и давање неприкосновена позиција на директорот.

Златниот падобран има дејство на отежнување на преземање, а дејство на спречување на преземање ќе има само ако дејствува со други мерки на одбрана. Вметнувањето на златниот падобран како клаузула во договорот за работа само по себе има одбранбени последици. Обврската за исплата на

¹⁴⁰ Judith C. Machlin, Hyuk Choe, James A.Miles, " The Effects of Golden Parachutes on Takeover Activity,бр.32(2) од 1993г. Стр.861-876, Овој заклучок за воведување на златен падобран е оправдан само за оние кои го поздравуваат за развој на пазарната корпоративна контрола. а оние кои се против неа тоа би претставувало додатен основ за критика на златниот падобран.

¹⁴¹ Judith C. Machlin, Hyuk Choe, James A.Miles, " The Effects of Golden Parachutes on Takeover Activity,бр.32(2) од 1993г. Стр.861-876,

¹⁴² Caspar R. Takeover Defenses Influence on Managerial Incentives International Review of Law and Economick, стр.563

висока надомест на членовите на управата доведува до зголемување на трошоците со што друштвото го прави неатрактивно на пазарот, а со тоа и заинтересираните страни го губат интересот за преземање. Тие не би можеле да претпостават како ќе се однесува „имателот на падобран“ во случај на преземање на контролата, па и не може да се направи претходна проценка колкави би биле трошоците на постапката. Оваа мерка може да е од посебно значење кога преземачот планира со преземање на контролата да ја разреши раководната структура во друштвото. Во контекст на ова, постоењето на висока надомест може да ги одврати потенцијалните понудувачи од идејата за преземање ако тие не се сигурни во својот капацитет на менаџирање. Сепак и покрај ваквите последици, златниот падобран не влијае одлучувачки за успех на понудата за преземање.

Правната теорија¹⁴³ златниот падобран го гледа исклучиво како средство за заштита на интересите на членовите на управа. Во стручната литература примената на златниот падобран не се смета како ефикасна мерка на одбрана од преземање, но во комбинација со други мерки на одбрана, можат да допринесат за одбивање на понудата.

Златниот падобран е клаузула во договорот за вработување поточно на менаџерскиот договор, со која е осигурана голема парична надокнада на директорите или членовите на управата, кога се прекинува работниот однос или распоредување на друго работно место во случај на непријателско преземање на друштвото. Бројни се примерите каде златниот падобран им обезбедува голема премија на менаџерите. „Стефан Елоп по четиригодишен мандат во Nokia добил отпремнина од 33,4 милиони долари, или на Балканот, случај Лукач или т.н. непробоен златен падобран на Лукач—генерален директор на Новосадскиот саем во чиј договор стоела клаузула дека ќе добие 12 бруто плати доколку биде сменет или даде оставка од која било причина, а неговата месечна плата изнесувала 2600 евра¹⁴⁴. “

За жал, кај нас не постојат јавни податоци колкави се платите на директорите на големите компании или, пак, и да постојат, тие се скриени, во голема мера не се разликуваат од другите европски земји или САД. Сепак, кога се однесува

¹⁴³ Види повеќе: Радовић В., *op. cit.*, стр. 337.

¹⁴⁴ Интернет портал новосадског листа Дневник, Војводина.

за работникот, ситуацијата е слична. Кога работникот ќе се пензионира, добива пригоден подарок и ако има среќа, добра пензија со која ќе преживува.

3.1.2. Отровни пилули

Обидот да се спречи потенцијалниот преземач од намерата за стекнување на контрола над целното друштво, може да се изврши со емисија на права, на начин што кога на целното друштво му се заканува непријателско преземање, на акционерите им се дава можност да купат нова емисија на обични акции со одреден дисконт.

Ваквата стратегија, популарно се нарекува отровни пилули или план за правата на акционерите. Отровните пилули, генерално, се издаваат како хартии од вредност, без право на глас на постоечките акционери кои им обезбедуваат некои специфични права пред, во текот и по промената во контролата на управување над целното друштво. Ваквата стратегија на отровни пилули се смета за ефикасно средство за одвраќање од обидот за непријателско преземање од две причини.

Прво, тие се ефтини и управата на целното друштво може брзо да ги примени се додека непријателскиот преземач нема поведено постапка за преземање. Во ваков случај, потенцијалниот стекнувач може директно да преговара со управниот одбор на целното друштво.

Второ, ако целното друштво е Финансиски јако, тогаш ваквата стратегија во повеќето случаи е скапа. Креатор на стратегијата емисија на правата е Мартин Липтон,¹⁴⁵ познат правен стручњак во процесот на преземање на друштвата кои ја применил уште во 1982 година во одбрана од непријателско преземање на „El Paso elektrik“ против „GeneralAmerikan Oil“, како и подоцна во 1983 помеѓу „Brown Foreman i Lenoh“. Во процесот на одбрана од непријателско преземање друштвото Ленох користел емисија на приоритетни акции за да се одбрани од преземачот Brown Foreman. Преземањето на ваква мерка можела да има позитивен исход за целното друштво Ленох, меѓутоа поради одредени недостатоци, како што бил периодот од 10 години за да може да дојде до откупување на акциите завршил во обид. Секако, тоа довело до негативен ефект врз билансот на компанијата, бидејќи

¹⁴⁵ Martin Lipton is an American lawyer, who invented the poison pill.

емисијата на акции го зголемила фиксниот финансиски расход на друштвото (фиксната преференцијална дивиденда), зголемувајќи го и ризикот од вложување на потенцијални инвеститори.¹⁴⁶

Flip over I Flip in план, се два основни типа на оваа стратегија на одбрана. Flip over им дава право на акционерите, доколку постои закана од непријателско преземање да купат обични акции од стекнувачкото друштво со попуст кој изнесува и до 50% од пазарната вредност. Дека постои закана од преземање е доволна јавната понудата од потенцијалниот стекнувач или веќе стекнатата сопственост од страна на физичко лице или друга компанија. Flip over план дава опција на купување (анг. call option), можност за купување на акциите по одредена цена и во одреден период. Правата се распоредуваат на акционерите како дивиденда, а ќе бидат реализирани со услов, кога стекнувачкото друштво ќе купи 20% од акциите на целното друштво на пазарот пред објавување на намерата за преземање или 30% доколку е упатена понудата за преземање од страна на стекнувачкото друштво.

Практиката покажала дека Flip over планот е ефикасен доколку стекнувачот купи 100% акции на целното друштво и настане целосен трансфер на контролата над друштвото, случај Crown Zellerbach Corporation од страна на англо-францускиот финансиер ser Dzejmsa Goldsmit.

Во случај на трансфер помал од 100%, овој тип на стратегија се покажал неефектен, па следствено креиран е flip in ¹⁴⁷ план -купување обични акции на целното друштво со одреден попуст, па во случај на закана од непријателско преземање, стекнувањето сопственост над целното друштво се развлекува на подолг период што преземањето го прави скапо. Flip in се разликува од Flip over по тоа што на носителите на права им дава можност да купат акции на целното друштво, за разлика од Flip over кои даваат можност на носителите на права да купат акции од стекнувачкото друштво. Во суштина, ваквата стратегија има предност поради малите трошоци за вакви трансакции, трошоци кои се сведуваат само на штампањето и дистрибуција на правата на сопствениците на целното друштво.

¹⁴⁷ Денчић К -Михајлов, Стицање власништва над предузечем јавном понудом за откуп акција, Зборник радова са XXXVI симпозиума, 2005год.276-291

Постојат повеќе варијанти на отровни пилули како што се договор кој на сопствениците им дава право, во случај на преземање на контролата над друштвото ги поднесуваат на наплата на целното друштво по цена од 100%-101% од вредноста познати како отровни обврзници (анг. poison puts) со што на сопствениците на обврзници им даваат можност да се заштитат од ризикот што го носи промената на контролата. Друга варијанта е планот на купување акции во врска со провизијата што значи дека акционерите остваруваат право на дивиденда што им овозможува тоа право заедно со акциите да го заменат со готовина или со приоритетни хартии од вредност кои се еднакви по вредност, по посебна цена и провизија која ја одредува управниот одбор. Со ваков план не ретко може да изгледа дека управниот одбор дава цена за компанијата, иако управниот одбор зазел став дека компанијата не е на продажба. И плановите за гласање се јавуваат како варијанта на отровни пилули со цел да го спречат преземањето контрола на гласањето во компанијата од страна на надворешни ентитети. Според планот, компанијата исплаќа дивиденда на приоритетни акции. Сопствениците на овие акции стануваат и носители на супергласачки права. Емисијата на приоритетни акции треба да ги спречи акционерите кои поседуваат поголем дел на акции да не се најдат во улога на непријателски преземач, со цел да се преземе контролата над гласовите во целното друштво. Законитоста на овие планови успешно се оспорува пред суд, па поради тоа, овие планови во практика не се користат. Одредбата за накнадни права како варијанта може да се однесува на донесување одлука од страна на управниот одбор на целното друштво за укинување на отровните пилули како варијанта на стратегија за одбрана.

Овој настан може да го искористи стекнувачкото друштво за нова понуда. Доколку понудата е повисока, ќе биде поголем и притисокот на управниот одбор да ја тргне мерката. Одредбата им дава право на членовите во управниот одбор пред преземањето да ја применат мерката „otrovna pilula“, па дури и да не останат членови, тие го задржуваат правото на глас во ситуација на преиспитување на усвоените отровни пилули. Усвојувањето на ваков вид на пилули не може да се укине. Заедничка карактеристика на отровните пилули е способноста на управниот одбор да ги отфрли,

потенцирајќи ја флексибилноста на управниот одбор во преговорите со преземаачот, кој пак врши притисок врз управниот орган да ја прифати премијата¹⁴⁸ во готовина, под услов со таа готовина да ги откупи отровните пилули. Управниот одбор на целното друштво не е во позиција да ја одбие понудата доколку е добра, но емисијата на права на управниот одбор му ја зајакнува позицијата со можност на откуп или измена на отровните пилули, доколку по преземањето преземаачот не изврши структурни промени во управниот одбор. Емисијата на права може да го спречи преземаачот во остварување на контрола на управниот одбор на целното друштво кој може да ја поништи пилулата. Примената на стратегијата емисија на права, го развлекува периодот во стекнување контрола над целното друштво, со што преземањето станува скапо. Ако менаџерите сметаат дека преземаачот е непријателски настроен, што ќе настојува да го исцрпи целиот капитал и човечки фактор што е база на друштвото, целното друштво може да изврши нова емисија на акции и купување на тие акции по поволни услови во однос на преземаачот. Со новата емисија на акции, целното друштво ќе ја намали вредноста на акциите кои ги има преземаачот, така што ќе биде приморан да купува нови акции. Имајќи во увид дека постоечките членови на управниот одбор го задржуваат правото на глас кога се преиспитува одлуката за усвојување на отровните пилули по непријателското преземање, со право може да се заклучи дека ефектот од оваа стратегија е исклучителен.

3.1.3. Зголемување на основниот капитал на АД со емисија на одобрени акции

Помеѓу американските и европските акционерски друштва зголемувањето на основниот капитал е мерка на одбрана која многу често се

¹⁴⁸ Премијата кај пре земањето може да се дефинира како разлика помеѓу цената на поединичните акции и цената на исти акции кога таа има 51% сопственост на целното друштво, со чие преземање преземаачот стекнува контрола над целното друштво (Денчић-Михајлов, 2005).

среќава.¹⁴⁹ Но, не секое зголемување на основниот капитал значи и одбранбена мерка. Зголемувањето на основниот капитал може да биде мерка на одбрана под одредени услови. Дали како мерка на одбрана ќе влијае на отежнување на преземањето, зависи пред сè од органот надлежен за донесување одлука за зголемување на капиталот, за кој вид на зголемување на капиталот станува збор, кога ќе се усвои оваа мерка, дали постојаните акционери имаат право на претходен упис на акциите, дали мерката има карактер на дефанзивна стратегија и во колкав обем ќе се зголеми основниот капитал.

Орган надлежен за донесување одлука за зголемување на основната главнина во многу европски земји е собранието на акционери. И нашето позитивно право го прифаќа ова решение, според кое, донесувањето одлука за зголемување на основната главнина е во надлежност на собранието на акционери¹⁵⁰. Со усвојување на втората Директива¹⁵¹ врз националните законодавства во повеќе европски земји е извршена промена во тој дел, односно под одредени услови донесувањето на одлука за зголемување на капиталот е слеано во надлежност на органот на управа, со што мерката станува ефикасно одбранбено средство. Во таа смисла, нашиот ЗТД во член 436/1 дава можност, Органот на управување да биде овластен со статутот најмногу за пет години по уписот на основањето на друштвото, односно за пет години по уписот на одлуката за измена на статутот во трговскиот регистар, ако оваа можност не била утврдена со статут, преку издавање на нови акции врз основа на влогови, да ја зголеми основната главнина до определен номинален износ (одобрен капитал).

Во однос на видовите зголемувања на основниот капитал, постојат три вида кои имаат свои предности, но и недостатоци. Првиот вид или начин на зголемување на капиталот е со нови влогови со што на постоечките акционери

¹⁴⁹ Luter M. & Lamers B. "Hostile Takeovers Possibilities and Limitation according to German Law, J.M.M. Maeijer & Geens K. "Defensive Measures against Hostile Takeovers in the Common Market", 1990, str.113

¹⁵⁰ ЗТД член 383/6

¹⁵¹ Втората Директива на ЕУ 77/91 од 13 Декември 1976 која се однесува на основањето на акционерските друштва, односно формирањето, одржувањето и промената на основната главнина на акционерските друштва (**Second Council Directive 77/91/EEC of 13 December 1976 on coordination of safeguards which, for the protection of the interests of members and others, are required by Member States of companies within the meaning of the second paragraph of Article 58 of the Treaty, in respect of the formation of public limited liability companies and the maintenance and alteration of their capital, with a view to making such safeguards equivalent**).

им се даво право на првенство на запишување на новите акции по номиналната вредност.¹⁵² Во врска со овој предуслов и нашиот ЗТД содржи одредба според која „при зголемување на основната главнина, акционерите имаат право на првенство на запишување на новоиздадените акции, сразмерно на учеството на нивните акции во основната главнина на друштвото, без разлика на тоа дали новоиздадените акции се продаваат преку банка или друга финансиска организација.“¹⁵³ Недостатоци со нови влогови се јавува во однос на малиот одзив на акционери, со што и ефектот од одвраќање на преземањето е слаб, друго потребно е процентот на капиталното учество на потенцијалниот преземач да е мал бидејќи со зголемување на основниот капитал со нови вложувања, може да му се зголеми и процентот на капиталното учество, па во таков случај потенцијалниот преземач може да го спречи донесувањето на одлука за зголемување на капиталот. Основна предност на зголемување на основниот капитал со нови вложувања е фактот на поскапување на постапката на преземање. Големиот број на акции на целното друштво значи дека понудувачот треба да обезбеди средства за преземање¹⁵⁴, незаборавајќи го фактот дека новите влогови, посебно паричните, можат да послужат и за финансирање на нови мерки на одбрана.

Друг вид е условно зголемување на основниот капитал, што значи акционерското друштво условно ќе го зголеми капиталот со одлука на собранието на акционери со емисија на заменливи обврзници или варанти. Како и кај зголемување на капиталот со нови акции, така и кај условното зголемување како мерка на одбрана, најефикасно би било кога одлуката ќе биде пренесена на органот на управа. И третиот вид е зголемување на основниот капитал преку средства на друштвото кога собранието на акционери во одреден рок по усвојувањето на финансискиот извештај за претходното работење ќе донесе одлука расположливите резерви и нераспоредената добивка да влезат во основен капитал. Предноста на оваа мерка е во намалувањето на слободните средства со кои располага друштвото.

Зголемувањето на основниот капитал на акционерското друштво преку емисија акции, е најмоќниот инструмент во рацете на органот на управа.

¹⁵² Јовановић Н. Емисија вредносних папира, 2004, стр.134

¹⁵³ ЗТД член 421-а

¹⁵⁴ Levy R. "Takeovers-Law and Strategy", LBC Information Services, 1996, str.147

Овластувањето што го има управата за емисија на одобрени акции и правото за укинување на правото на првенство на запишување на акциите на постоечките акционери ги брише сите недостатоци што ги имаше класичното зголемување на капиталот со одлука на собрание на акционери, од кои причини, оваа мерка на одбрана добива интернационален карактер.¹⁵⁵

Основен предуслов за издавање акции со одлука на органот на управа е постоење на одобрени акции. Нивниот број претставува граница на овластувањата на управата бидејќи го одредува максимумот на акции што управата може да ги имитува. Бројот на одобрени акции на акционерското друштво не може да биде поголем од 50% од бројот на издадени обични акции. И нашиот ЗТД содржи одредба според која “номиналниот износ на одобрениот капитал не може да ја надмине половината од основната главнина во времето кога е дадено овластувањето за условното зголемување на основната главнина.”¹⁵⁶

Во државите кои го прифаќаат принципот на неутралност, емисијата на акции од страна на органот на управа на целното друштво е недозволена мерка на одбрана. Во смисла на зголемувањето на капиталот со одлука на управата е единствената мерка која е недозволена и со Директивата за преземање.¹⁵⁷

3.1.4. Пронаоѓање бел витез-конкурентски понудувач

Бел витез или конкурентски понудувач спаѓа во групата на мерки на одбрана која се применува во случај кога целното друштво е цел на непријателско преземање или кога му претстои опасност од купување. Управата на целното друштво бара понуда за преземање од друга компанија која за неа би била поповолна од понудата на претходната компанија, односно бара бел витез. Оваа мерка спаѓа во дополнителни мерки бидејќи се презема кога ќе има најава за преземање од страна на друштво кое управата не го сака. Компанијата бел витез упатува јавна понуда за преземање на целното друштво под услови кои се поповолни од претходниот понудувач. Како

¹⁵⁵ Klaus J. “Aktionarskerei und Vorstandsneutralität”, str.560

¹⁵⁶ ЗТД член 436/2

¹⁵⁷ Директива ЕУ за преземање, чл. 9(2)

поповолен понудувач, управата на целното друштво од конкурентниот понудувач очекува да понуди повисока цена, да не ја раздели компанијата, да не се отпуштат членови на управата, што секако не е лесно да се оствари. Следи период на тешки преговори, а се со цел да се одбие несаканиот понудувач. Во практика за пронаоѓањето на бел витез, следат претходни преговори или пак, услуги од инвестициони банки кои ќе го пронајдат белиот витез-партнер кој ќе одговара на целното друштво. Секако дека и конкурентскиот понудувач треба да се очекува дека ќе има одредени услови. Компанијата бел витез склучува договор за преземање (marger agreement) со цел да ја заштити таргетираната компанија од непријателско преземање.

Институтот бел витез е длабоко интегриран во корпоративната практика. Првенствено дејството е упатено кон заштита на интересите на акционерите. Тие се во повластена состојба бидејќи независно од тоа кој ќе го преземе друштвото, белиот витез или оригиналниот преземач (во правната теорија познат како црн витез), акционерите го чекаат победникот и висината на надоместот за продадените акции.

3.1.4. Исплата на меѓудивиденда (interim dividends)

Меѓудивиденда претставува дел од добивката на друштвото, што управата на целното друштво ја дистрибуира до своите акционери, сразмерно на нивните влогови во тековната година, односно помеѓу две годишни собранија на акционерите поради што и се нарекува меѓудивиденда. Во одредени околности, исплаќањето на меѓудивидендата на управата ќе ѝ послужи како мерка на одбрана од преземање контрола, ако се исполнат одредени услови- законска основеност на исплата на меѓудивидендата, статутарна основеност на исплата на меѓудивидендата и статутарна основеност на одлуката на управата. За да биде одлуката полноважна, овие услови за исплата на дивидендата треба да се исполнат кумулативно.

3.2. Мерки кои го оневозможуваат преземањето

3.2.1. Заемно капитално – учество

Заемното капитално учество е мерка на одбрана од непријателско преземање. Може да се јави во повеќе облици, но за сите карактеристично е дека едно акционерско друштво на индиректен начин врши контрола на гласачките права на другото друштво што има дел во него. Сите капитални учества можат да се поделат според два критериуми, според бројот на друштвата кои капитално се поврзани и според висината на капиталното учество.

Според првиот критериум се разликуваат двострани и повеќестрани капитални учества. Двострано капитално учество постои кога едно друштво е акционер во друго друштво, а другото друштво е акционер во првото.¹⁵⁸ Кога станува збор за повеќестрано капитално учество, преземањето контрола е практично невозможно, од причини што тука се врзани во ланец повеќе друштва преку својот капитал, па ако дојде до прекинување на тој ланец, во тој случај тоа ќе значи обезбедување согласност од страна на акционерите на сите друштва од ланецот.¹⁵⁹ Токму тука е тежината на овој институт.

Според вториот критериум, висината на капиталното учество разликува: просто и квалификувано капитално учество. Кај квалификуваното капитално учество постои однос на зависност меѓу двете друштва, а кај простото капитално учество, друштвата немаат контролен пакет на акции едни во однос на други. Стекнувањето заемно капитално учество е класична превентивна мерка на одбраната од преземање. Оваа мерка е некако најподбна за да се одбие понудата од непријателско преземање, кога постои акционер кој не сака да ги продаде своите акции. Секоја од компаниите се обезбедени со постоењето на пријателското друштво кое нема да продаде акции без согласност на другото друштво. Капиталното учество го редуцира бројот на расположливи акции на пазарот и потребата да се обезбеди согласност од управата на друштвото кое поседува акции во таргетираната компанија.

Практиката покажала дека заемното капитално учество како мерка на

¹⁵⁸ Во контекст на ова: Друштво А поседува 20% акции на друштво Б, а друштвото Б поседува 15% од акциите на друштвото А.

¹⁵⁹ Во контекст на ова : Друштвото А поседува 25% од акциите во друштвото Б, друштвото Б поседува 20% од акциите на друштвото В и друштвото В поседува 20% од капиталот на друштвото А.

одбрана не е прифатена од страна на акционерските друштва во светот или поради законски правила или поради друга корпоративна култура. Заемното капитално учество е карактеристично за Германија и тоа меѓу банките и осигурителни компании кои се иматели на капитално учество во акционерските друштва кои високо котираат.

3.2.2. Стекнување сопствени акции

Практиката покажала дека стекнувањето сопствени акции со цел да се одврати потенцијалниот понудувач од преземање, станало одлика меѓу компаниите со корпоративно управување. Компаниите, за да се заштитат од преземање, атрактивно најавувале дека ќе купат голем пакет на сопствени акции, на тој начин на потенцијалниот понудувач му ставале на знаење дека нема да бидат интересни за преземање. Негативниот ефект кај овој вид мерка се состои во следното. Стекнувањето на сопствени акции доведува до зголемување на цената на акциите на целното друштво. Управата на целното друштво оваа мерка ја применува за да достигне едно ниво каде што преземањето нема да е атрактивно. Влијанието на структурата на акционерите е другиот момент од кој зависи процентуалниот удел на оние кои се на страната на управата.

Стекнувањето на сопствени акции, како мерка на одбрана дејствувајќи сама, нема голема моќ, но во комбинација со други мерки на одбрана, добива сила.

Поседувањето на голем број сопствени акции претставува добра основа за користење на евентуално две мерки на одбрана повикување на „бел витез“ да упати јавна понуда и продажба на акциите на „белиот штитоносец“. Со стекнувањето на сопствени акции се намалува бројот на акциите кои се во сопственост на акционерите кои би ја прифатиле понудата, па една од целта на оваа мерка е токму неможноста на понудувачот да дојде до тие акции, а од друга страна пак, се зголемува веројатноста дека понудувачот нема да стекне доволен број гласови кои ќе му овозможат вршење контрола над друштвото.¹⁶⁰

Стекнувањето на сопствени акции, како мерка на одбрана, се коси со начелото на неутралност. Принципот на неутралност, ѝ забранува на управата на целното друштво, во постапката на преземање да применува мерка на одбрана, односно да купува сопствени акции.

¹⁶⁰ Fleicher A. Jr. & Alehander R Sussman, nav.delo, str.13.46

ЗАКЛУЧОК:

Тргнувајќи од главната идеја, основниот стимул, воспоставената практика, значењето на проблематиката, универзалниот карактер на тематиката, материјалите што ни беа на располагање итн., ја конструиравме и структурата и содржината на магистерскиот труд. На самиот почеток ги поставивме главите, точките и потточките во насока на извлекување на поединечни заклучоци во секоја глава, и истите да ги доведеме во врска со главниот заклучок.

Прашањето за преземањето и тоа пријателско и непријателско, е проблематика на којашто се напишани бројни монографии, стручни и научни трудови, магистерски и докторски дисертации. Со ова сакаме да укажеме на фактот дека станува збор за динамична проблематика којашто во светски рамки се развива и секојдневно придонесува кон промени како во регулативата, така и во практиката. Затоа при поставувањето на главната идеја поставивме реални прашања, непреамбициозни од една страна, истовремено актуелни во светската практика, и истите ги поврзавме со решенијата кои произлегуваат од основачките акти на неколку акционерски друштва во Република Македонија.

Од анализите што ги спроведовме во бројни трудови, извори на право, констатиравме дека потребата од имплементирање на добро корпоративно управување и добра законска регулатива е побитно во земјите во раст и развој, во однос на земјите што се високо развиени и каде желбата и капацитетот за преземање се минимални.

Од анализата пак, на статутите и корпоративната практика, констатиравме дека раситнетиот акционерски капитал е многу почесто предмет на непријателско преземање што се оправдува со можноста за постепено преземање на друштвата, односно постепена промена на сопственичката структура. Малите трговски друштва многу почесто се таргетирани трговски друштва за преземање. Оттука и атрактивноста на малите и средни трговски друштва во РМ да бидат таргет на странски компании. Потенцијалниот

преземач секогаш се фокусира на деловните потфати коишто сè уште не го доживеале максимумот на деловен капацитет.

Правилата се битни за малите земји бидејќи трговските друштва основани во рамки на овие економии најчесто се фокусирани на преземање и тоа исклучиво пријателско преземање од страна на странски трговски друштва. Ваквата теоретска претпоставка се потврди и преку анализа на статутите на друштвата во Република Македонија, од каде констатиравме дека мерки против непријателското преземање во основачките акти на акционерските друштва во Република Македонија не се содржани.

Сепак, ваквата констатација не значи дека на македонската корпоративна практика и е непознат системот на креирање и спроведување на одбранбена стратегија, меѓутоа таа практика е позната во фазите по упатување на понудата, односно осознавање на намерата за преземање. Потврда за ова во деловната практика, како што спомнавме во трудот, се случајот со „Топлификација“- АД Скопје, ТТК-Банка, „Тетекс“, преземањето на Охридска Банка.

Македонската корпоративна практика не познава изречни мерки против непријателското преземање од страна на одборот на директори, или од страна на акционерите. Во принцип, и кога постои состојба на креирање одбранбена стратегија, органите на управување се координираат со носителите на акционерски капитал, и заеднички донесуваат одлука за заштита на заединечките интереси. Ова не е практика во светската деловна стратегија, меѓутоа, во земјите во развој, вклучувајќи ја и Република Македонија, трговските друштва кои добиваат понуди од страна на странски трговски друштва се прифатени како пријателски. Во најголем дел овие понуди се квалификуваат како инвестиции од страна на странски трговски друштва. Иако во македонската практика повеќе е познат концептот на пријателско преземање, не секогаш може да се констатира дека органите на управување не пристапиле кон одбрана за заштита на сопствените интереси. Фактот што биле неуспешни, не значи, дека не постоеле. Поконкретно, фактот што во јавноста, во елаборацијата на стручни или научни трудови, ова проблематика не е предмет на дискусија, не значи дека не постои обид од страна на органите на управување да ги заштити своите интереси преку креирање сопствена

одбранбена стратегија.

При проучувањето и компарањето на системите и случаите на мерки против непријателското преземање, утврдивме дека на светската корпоративна практика далеку поблиски и се дополнителните мерки против непријателско преземање. Ова правило го констатиравме и во случајот „Топлификации“-АД Скопје. По упатената понуда од страна на преземачот, се направи реструктурирање на мнозинскиот пакет, како мерка против преземање. Иако ова во јавноста и во теоријата беше перцепирано како мерка против непријателско преземање, како што спомнавме и во главата - мерки против непријателско преземање, на мислење сме дека во овој случај реструктурирањето беше направено во интерес на изнудување на принудно купување на акциите на сите акционери.

Во еден сегмент од магистерскиот труд го отворивме и прашањето за отстапувањето од начелото на слободно договарање и откуп на акциите, во случај на принудно купување. Меѓутоа, од компаративните анализи и анализата на деловната практика, проучување на суштината на прашањето, констатиравме дека ваквото решение е сосема оправдано и во интерес на носителите на капитал.

Во поглед на прашањето за мерките како инструмент за одбрана од преземање, на мислење сме дека најбитна и суштествена е волјата на акционерите. Сè што е во интерес на акционерите, не смее да се толкува како злоупотреба или недопуштеност во смисла на законите норми. Попрецизно, волјата на управата и нивната улога треба да биде исклучително посредничка во фазите на преземање. Дури и во случај кога акционерите не се свесни за правните и економски реперкусии од преземањето, на мислење сме дека нивната волја е клучна. Управата не смее да навлегува во кои било други мерки што се надвор од интересите на акционерите.

При создавањето на основачкиот капитал, акционерите биле свесни за последиците од преземање, оттука, нема причина да не бидат свесни за последиците од преземањето, а со тоа да им се даде можност на органите на управата да ја злоупотребат својата позиција. Ова дотолку повеќе што и покрај бројните законски санкции, светската практика познава случаи на злоупотреби. Во суштината на концептот на управување е менаџирањето со капиталот на

трговското друштво. Тргувајќи од таквата премиса, акционерите се единствените коишто одлучуваат за потребата од заштита од преземање.

Конечно, тргнувајќи од фактот дека примената на мерките против преземањето, или непримената на истите ја одразува и државната политика во поглед на отвореноста на трговските друштва, заштита на акционерите итн., јасно е дека помалите трговски друштва имплементираат помала заштита наспротив поголемите. Од друга страна, поголемите трговски друштва многу поретко се предмет на преземање, односно објект кон којшто е упатена понудата за преземање. Последното, како резултат на фактот што големите трговски друштва или го достигнале својот максимум во економските параметри, па не се предизвик за упатување на понуда, или станува збор за голем акционерски капитал којшто има превисока цена, а манифестира несигурност во поглед на идните економски перспективи.

Во Република Македонија, генерално, се имплементираат пријателски преземања. Во насока на ова ги истакнуваме и бројните промени во законските рамки, кои пред сè, се однесуваат на заштита на малцинските акционери, сигурноста во законитоста на постапката, и конечно, еднаков третман на сите носители на капитал. Можеби ова е и една од клучните причини поради кои акционерите воопшто не се преоптоваруваат со креирањето одбранбена стратегија. ЗПАД и останатите закони кои на каков било начин го допираат преземањето, се во целосна комплементарност со правото на ЕУ.

Нашето мислење кореспондира дека непријателското преземање има позитивна улога врз квалитетот над работата врз членовите на органот на управување, иако во деловната практика непријателското преземање се перципира во негативен контекст. Сметаме дека токму овој модел на преземање, позитивно влијае врз работата на трговските друштва, статусот на акционерите, вредноста на влогот на трговските друштва, нивната концентрираност на пазарот.

ПРЕГЛЕД НА ЛИТЕРАТУРА (References):

Научни и стручни трудови монографији, книги и учебници:

- Armour J., Skeel D. A., (2007), Who Writes the Rules for Hostile Takeovers, and Why? The Peculiar Divergence of US and UK Takeover Regulation, University of Pennsylvania;
- Радович В. (2008) Мере одбране акционарског друштва од преузимања контроле. Правни факултет Универзитета Београд,
- Васиљевич М. и Радович В. (2008) Корпоративно управљање. Зборник радова Правни факултет Универзитета Београд
- Радович В (2007). Измене друге директиве и могући правци будућег развоја. Право и привреда, 5-8, 181-204
- Радович В (2007). Пружање финансиске подршке за стицање својих акција. Правни живот. Београд
- Радович В (2006). Саопштење управе циљног друштва у вези са јавном понудом за преузимање. Право и привреда бр.5-8, стр.163-178
- Радович В (2004). Обавезна јавна понуда за куповину акција циљне компаније. Правни живот. бр.11, стр.103-126
- Komisija za izradu Građanskog Zakonika (2007)-Rad na izradi Građanskog Zakonika
- Антич О. (2006) Начела облигационог права. Сарајево
- Арсич З. (2006) Право на побијање одлуке скупштине акционарског друштва. Бр.5-8. Право и привреда, Београд
- Васиљевич М. (2006) Коментар закона о привредним друштвима. Београд
- Васиљевич М. (2006) Акционарска друштва, берзе и акција. Зборник радова Правни факултет Универзитета Београд

- Васиљевич М. (2006) Трговско право. Правни факултет Универзитета Београд
- Васиљевич М. (2005) Компаниско право. Правни факултет Универзитета Београд
- Радович В (2006). Директива ЕУ о преузимању. Зборник Правног факултета Универзитета Источом Сарајево. 427-440
- Јованович Н. (2005) Отварање и затварање привредних друштва, Право и привреда, Београд
- Јованович Н. (2005) Осврт на Закон о заштити конкуренцији, Право и привреда, Београд, 13-47
- Јованович Н. (1994) Преузимање контроле у акционерским друштвима. Београд, 13-47
- Јованович Н. "Преузимање контроле акционерских друштава", 1994, 1120, Мањкавости српског правног режима преузимање акционерских друштава, 2004,
- Јованович Н. Емисија вредносних папира, 2004
- . Денчич-Михајлов К, (2005) Стицање власништва над предузетцем јавном понудом за откуп акција, Зборник радова са XXXVI симпозиума,
- Cikotić A.,(2000), Pravo preuzimanju Evropskoj Uniji, Pravni zivot,
- Petriki; R. (11/2000), Odbrambene strategija preduzeca protiv tzn. "neprijateljskog preuzimanja"-hostile takeover, Pravni zivot,
- Draškić M.: (1977), Međunarodno privredno ugovorno pravo, Beograd,
- Јанкович Л. (2003) Преузимање акционерског друштва. Београд, 107-125
- Бегович Б. Букович Р. Живкович Б. Мијатович Б. Хибер Д. (2003). Унапређење корпоративног управљање. Београд
- Стеван Лилич 1998, Управно право, Београд
- Царић С. и Капор В.(2000). Договори во стоковиот промет. Нови Сад
- Петровић Р. (2000). Правни режим преузимања друштава у Европи. Право и привреда бр. 5-8, 205-222
- Bank C. (2006) Praventivmaßnahmen börsennotierter Gesellschaften zur Abwehr feindlicher, Deutschland
- Coode R. (2005). Commercial law-2nd edition.London.
- Eaborn G.(2005) Takeovers Law and Practice, LexisNexis, Butterworths, London

- Bebchuk L. Cohen A. Ferell A. (2004) What Matters in Corporate Governance. Harvard Law Scholl .
- Barbic' J. 1999 Prvao drustava-opsti deo, Zagreb,
- Petrikic R. (11/2000), "Odbrambene strategije preduzeca protiv tzn. Neprijateljskog preuzimanja" hostile takeover, Pravni zivot,
- Baros N.(2012), Neprijateljsko preuzimanje akcionerskih drustava I nacelo stroge neutralnosti uprave ciljnog drustva, Ekonomski fakultet Bana Luka,
- Bebchuk L. Cohen, Coates J. I Subramanian G. (2003) The Trouble with Staggered Boards. Corporate Governance Advisor br.11(2)
- Bebchuk L. Cohen (2002) Tha Case Against Board Veto in Corporate Takeovers. The University of Chicago Law Review, br.69
- Bebchuk L. Cohen I Hart O.(2002) A Theart to Dual-Class Shares. Financial Times.
- Pulic takeovers in Italy, Freshfields Bruckhaus Deringer, summer 2004.
- Korsch H.S., Eichwald D., Germany Takeover Guided. 2014.
- Coaters C.J. IV (2003) Ownership, Takeovers and EU Law.
- Coaters C.J. IV (2001) ExplainingVariation in Takeover Defenses. California Law Reviw .
- Coaters C.J. IV I Subramanian G.(2000) A Buy-Side Model of Lockups:Theoryand Evidence. Texas Law Review.
- Steinbächer J.,(2007), Defense Strategies against Hostile Takeovers, International University of Monaco,
- Armour J. Dekin S. Konzelman S. (2003)Sharholder Primacy and Trajectory of UK Corporate Governance.
- Arlen J. I Taiiey E. (2003) Unregulable Defenses and the Parils of Shareholder Choice. University of Pennsilvania Law Review.
- Yavuz E., The Industrial revolution and Consequences, 2003,
- Adolff J. (2002) Public Company Takeovers in Germany
- Faccio M. i Lang L.(2002) The Ultimative Ownership of Western European Companies.
- Schmit-Sralewski (1999).France International Encyclopedia od laws contracts. London
- Hay D., (1990) The public Joint Srock Company: Blessing or curse, Oxford OX1

3DW, U.K.,

- Schmidt K., Trade law
- Levy R. "Takeovers-Law and Strategy", LBC Information Services, 1996,
- Ross Aronow E. I Einhorn H. (1973) Tender Offers for Corporate Control. Columbia University Press, New York
- Adkins L.(1955), Corporate Democracy and Classified Directors. Business Lawyer,31-38
- Beuerle C.G., Kershaw D., Solinas M., Is the Board Neutrality Rule Trivial? Amnesia about Corporate Law in European Takeover Regulation,
- Sorrell M., Hostile takeover, Lectures, Oxford Union Society,
- Bagli C. (1997) The Civilized Hostile Takeover: new Breed of Wolf at the Corporate Door. New York.
- Bainbridge S. (2006) Unocal at 20:Director Primacy in Corporate Takeovers
- Bainbridge S. (2003) Mergers and Acquisitions. New York
- Bainbridge S. (2002) CorporationLaw and Economics. New York
- Begwell L. (1991). ShareRepurchase and Takeover Deterrence, RAND Journal of Economics.
- Payne J.,(2010) Schemes of Arrangement, takeovers and minority Shareholders Protection, Brussels,
- Manne H.,(1965), Mergers and the Market for Corporate Control The Journal of Political Economy, Vol. 73, No. 2.
- Romano R. (1992), "A Guide to Takeovers: Theory, Evidence, and Regulation"Yale Journal on Regulation, br.9,
- Babič I. (2008) Privredno pravo. Beograd
- Barbic J. (2004). Izmjene I dopuna Zakona o trgovackim drustvima I novine o temeljenom kapitalu I dionici Pravo u gospodarstvu – casopis za gospodarsko-pravnu teoriju I praksu. Zagreb.
- Barbic J. (2000). Pravo drustava-drustva kapitala. Zagreb
- Peter G Scotese, (1985), " Fold up Those Golden Parachutes" Harvard Business Review,
- Judith C. Machlin, Hyuk Choe, James A.Miles, (1993), " The Effects of Golden Parachutes on Takeover Activity,6p.32(2)
- Caspar R. Takeover Defenses Influence on Managerial Incentives International

Review of Law and Economics,

- Shleifer A., Summers L.H., (2012), Corporate Takeovers: Causes and Consequences, University of Chicago Press,
- Škrabec E., (2013), Usposobljenost za inovacijsko timsko delo v Delovski hranilnici, Globalisation challenges and the socioeconomic environment of the EU,
- Armour J., Jacobs, J.B., Milhaupt C.J.,(2011), The evolution of the Hostile Takeover Regime in Development, and Emerging Markets: An Analytical Framework, Volume 52, number 1,
- Samuelson P.(2012) „Foundations of Economic Analysis,“ Annual Reviews of Economics,
- Claus J. Hopt “The Duties of the Directors of the Target Company in Hostile Takeovers_ German and European Perspectives”
- Armour J., Skeel D. A.,(2007) Who Writes the Rules for Hostile Takeovers, and Why? The Peculiar Divergence of US and UK Takeover Regulation, University of Pennsylvania Law School Penn Law: Legal Scholarship Repository,
- Adolff E.A.,(1988), The Business Judgment Rule and Anti-Takeover Defensive Tactics: Ivanhoe Partners v. Newmont Mining Corp., St. John’s Law Review, Volume 62, Issue 4,
- Dickerson A., Gibson H.D., Tsakalotos E., Takeover risk and the market for corporate control: the experience of British firms in the 1970s and 1980
- Hopt K.J. (1992), “European Takeovers – Law and Practice”, Butterworths,
- Bittlingmayer G., (1999),The market for corporate control (including takeovers),
- Gerard Hertige & Joseph A., McCahery, Company and Takeover Law Reforms in Europe: Misguided Harmonization Efforts or Regulatory Competition? *European Business Organization Law Review*, n. 4, 2003,
- Schwert G.W., (2000), Hostile in Takeovers: In the Eyes of the Beholder, The Journal of Finance, Vol. LV. No. 6.
- Olgiati L., Weber M.,(2014), Switzerland Takeover Guide,
- Philips C.W., Krishnamurthy P., the Landscape of U.S. Hostile Takeover Litigation, *Covington & Burling*, 1987.
- Papadopolus T.,(2010) EU law and the Harmonization of Takeovers in the Internal Market, European monographs series, Kluwer Law International, Wolters Kluwer,
- Zarin S., Y E., (2011) Merger & Acquisitions: Hostile takeovers and defense

- strategies against them, School of Business, Economics and Law,
- Jørgenesen V. B., Jørgenesen I.B., (2010), The Importance of Mergers & Acquisitions within the Danish banking sector during financial crisis,
 - Богусловски М. (1986). Меѓународно економско право. Москва
 - Berger D.J., (1992), A Comparative Analysis of the takeover regulation in the European Community, *Law and contemporary problems*
 - Blanaid C. "Takeovers and Mergers Law in Ireland
 - Luter M. & Lamers B. "Hostile Takeovers Possibilities and Limitation according to German Law, J.M.M. Maeijer & Geens K."Defansive Measures against Hostile Takeovers in the Common Market", 1990
 - Seretakis A., (2013), Hostile Takeovers and Defensive Mechanisms in the United Kingdom and the United States: A Case Against the United States Regime, *The Ohio State Entrepreneurial Business Law Journal*, Vol. 8, No. 2,
 - Blagojevic B, Krulj V., (1983), Komentar zakona o obligacionim odnosima, kniga I, Beograd,
 - Тушевска Б., (2009), Меѓународно правни аспекти на понудата, Скопје,
 - Тушевска Б., (2011), Меѓународно правни аспекти на шпедицијата, Докторска дисертација, Скопје,
 - Тушевска Б., (2015), Прекуграничното спојување на трговските друштва во Европската Унија, Меѓународна конференција во Охрид Јуридика,
 - Тушевска Б. (2014), Доктрината на подигнување на велот на правното лице: Компаративни аспекти на подигнување на велот на правното лице во Европската Унија и Република Македонија, Општествените промени во глобалниот свет, Зборник на трудови, Прва меѓународна научна конференција, Општествените промени во глобалниот свет, Зборник на трудови, Прва меѓународна научна конференција Штип,
 - Михајлова О. Латиф С. Селенкова З, Лазаревски И, (2007), Прирачник за корпоративно управување во македонските акционерски друштва, Скопје,
 - Општествените промени во глобалниот свет, Зборник на трудови, Прва меѓународна научна конференција Штип, 2014,
 - Нетков М., Беличанец Т., Градишка-Лазаревска Е. (2009), Право на друштвата, Скопје
 - Чавдар К. (2012). Коментар на Закон за облигациони односи. Скопје

- Недков М. Беличанец Т. Градишки-Лазаревска Е. (2009) Право на друштва. Скопје
- Илиевски М. И Огненовска Б. (2007). Меѓународно договорно право. Скопје
- Поп-Георгиев Д. (1990) Облигационо право. Скопје
- Николовски А. и Плавшиќ С. (1994). Меѓународно стопанско (трговско) право со примери и практика. Скопје
- Михајлова О. (2007). Прирачник за корпоративно управување во македонските акционерски друштва. Скопје
- Коевски Г., Марковска Хаџи-Василева В., Нејков К., Семенкова З., Мишев И., 2011, Прирачник на корпоративно управување во македонските акционерски друштва – Второ изменето и дополнето издание, Меѓународна финансиска корпорација,
- Прирачник за преземање на акционерски друштва, 2009 Скопје, Комисија за хартии од вредност на Република Македонија
- Беличанец Тито, Климовски Александар, Корпоративно управување, Скопје, 2011
- Коевски Г, (2005), „Компаративно управување“, Правен факултет” Јустинијан Први”,
- Јаковски Б. (2002). Маркетинг менаџмент. Економски факултет- Скопје.

Закони прописи и Директиви на ЕУ:

- Закон за трговски друштва, Сл. Весник на РМ бр. 28/04, 84/05, 25/07, 87/08, 42/10 и 48/10.
- Закон за преземање на акционерски друштва, Сл. Весник на РМ бр.4/02, 37/02, 36/07, 67/10, 35/11 и 69/13.
- Закон за хартии од вредност, Сл. весник на РМ бр. 95/2005; 25/2007; 7/2008; 57/2010; 135/2011; 13/2013; 188/2013; 43/2014; 15/2015 и 154/2015).
- Закон за облигациони односи, („Службен весник на Република Македонија“ бр. 18/2001, 4/2002, 5/2003, 84/2008, 81/2009, 161/2009 и 123/2013)
- Закон за претпријатијата донесен 1988 година и објавен во Службен лист на СФРЈ број 77/88,
- Закон за трансформација на претпријатијата со општествен капитал,

- („Службен весник на Република Македонија“ број 38/1993, 48/1993, 21/1998, 25/1999, 39/1999, 81/1999, 49/2000, 6/2002, 31/2003, 38/2004, 35/2006, 84/2007, 123/2012 и 25/2015).,
- Закон за заштита на конкуренцијата, Сл. Весник на РМ бр. 4/2005, 70/2006, 22/2007,
 - Закон за работните односи („Службен весник на Република Македонија“ бр. 62/2005; 106/2008; 161/2008; 114/2009; 130/2009; 149/2009; 50/2010; 52/2010; 124/2010; 47/2011; 11/2012; 39/2012; 13/2013; 25/2013; 170/2013; 187/2013; 113/2014; 20/2015; 33/2015; 72/2015 и 129/2015)на Република Македонија.
 - Закон за банките („Службен весник на Република Македонија“ бр. 67/2007, 90/2009, 67/2010, 26/2013, 15/2015 и 153/2015).
 - Закон за сопственост и други стварни права, Сл.весник на РМ бр. 18/2001,
 - 92/2008,
 - Закон за супервизија на осигурување („Службен весник на Република Македонија“ бр. 27/2002, 98/2002, 79/2007, 88/2008, 67/2010, 44/2011, 112/2011, 188/2013, 30/2014, 43/2014, 112/2014 и 153/2015).
 - Закон за јавните набавки („Службен весник на Република Македонија“ бр. 136/2007; 130/2008; 97/2010; 53/2011; 185/2011; 15/2013; 148/2013; 160/2013; 28/2014; 43/2014; 130/2014; 180/2014 и 78/2015),
 - Закон за едношалтерскиот систем и за водење на трговскиот регистар и регистар на други правни лица („Службен весник на Република Македонија“бр. 84/2005, 13/2007, 150/2007, 140/2008, 17/2011, 53/2011, 70/2013, 115/2014 и 97/2015)
 - Хрватски ЗПДД закон о преузимању дионочких друштва из 2007
 - Закон за прекршоци, Кривично право – општ дел
 - Закон за прекршоци, Службен Весник, 124-2015.
 - First Council Directive 68/151/EEC od 9.03.1968
 - Second Council Directive 77/91/EEC od 13.12.1976
 - Third Council Directive 78/855/EEC od 9.10.1978
 - Seventh Council Directive 83/349/EEC od 13.06.1983
 - Eleventh Council Directive 89/666/EEC i Twelfth Council Directive 89/667/EEC od 21.12.1989,
 - Thirteen Council Directive 2004/25/EC od 21.04.2004

- Tenth Council Directive 2005/56/EC od 26.10.2005
- Eight Council Directive 2006/43/EC od 17.05.2006 со измени и дополнувања
- Fourten Council Directive 2007/36/EC od 11.07.2007
- The Statute for a European company- SE - 2001, European Ekonomik Interest Grouping- EEIG - 1985, The European Private Company Statute – SPE 2008,
- The Takeover Directive, Implementation in Germany, 2006.

Интернет страници:

<http://www.stat.gov.mk/KlasifikaciiNomenklaturi.aspx?id=2>,

http://europa.eu/about-eu/eu-history/index_en.htm

<http://netpress.com.mk/aplikacijata-sei-net-na-makedonska-berza-dostapna-za-android-korisnicite/>,

<http://bit.ly/MartinSorrellTheChangingWorld>

[http://eur-lex.europa.eu/legal-](http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/HTML/?uri=URISERV:l26012a&from=EN)

[content/EN/TXT/HTML/?uri=URISERV:l26012a&from=EN](http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/HTML/?uri=URISERV:l26012a&from=EN),

<http://www.toplifikacija.mk/corporate.html>,

<http://daily.mk/simto/1400732>

<http://spectator.org/articles/61515/henry-manne-he-was-law-economics>,

<https://kittysjones.wordpress.com/2014/05/09/5462/>,

<https://www.marsdd.com/mars-library/the-due-diligence-process-in-venture-capital/>,

, <http://www.kapital.com.mk>

www.euractiv.com.

Интернет портал новосадског листа Дневник, Војводина